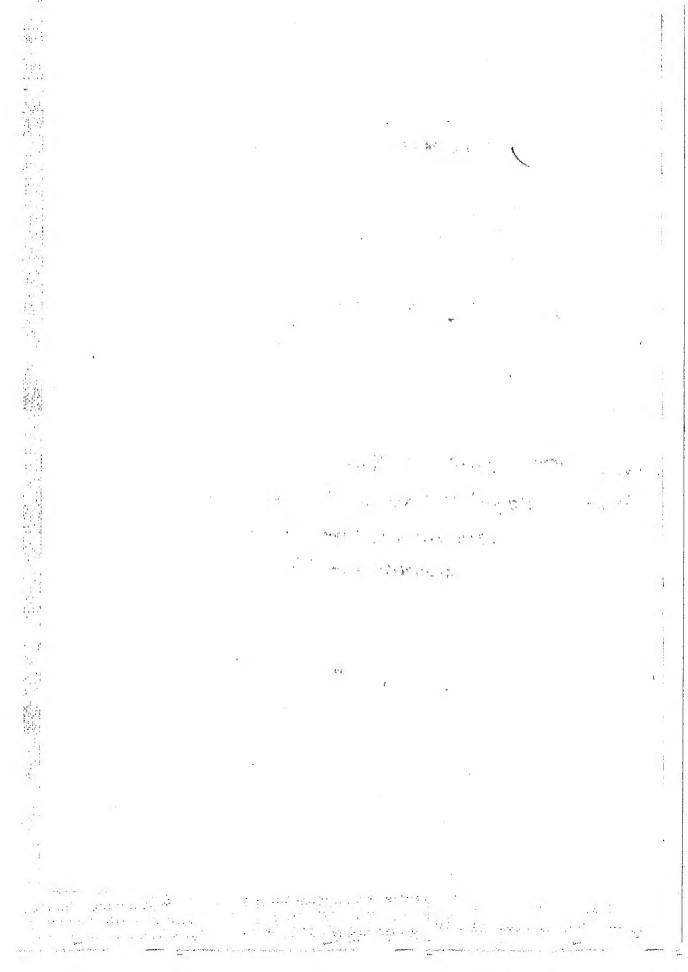
أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال: الاثوراق المالية وصناديق الإستثمار

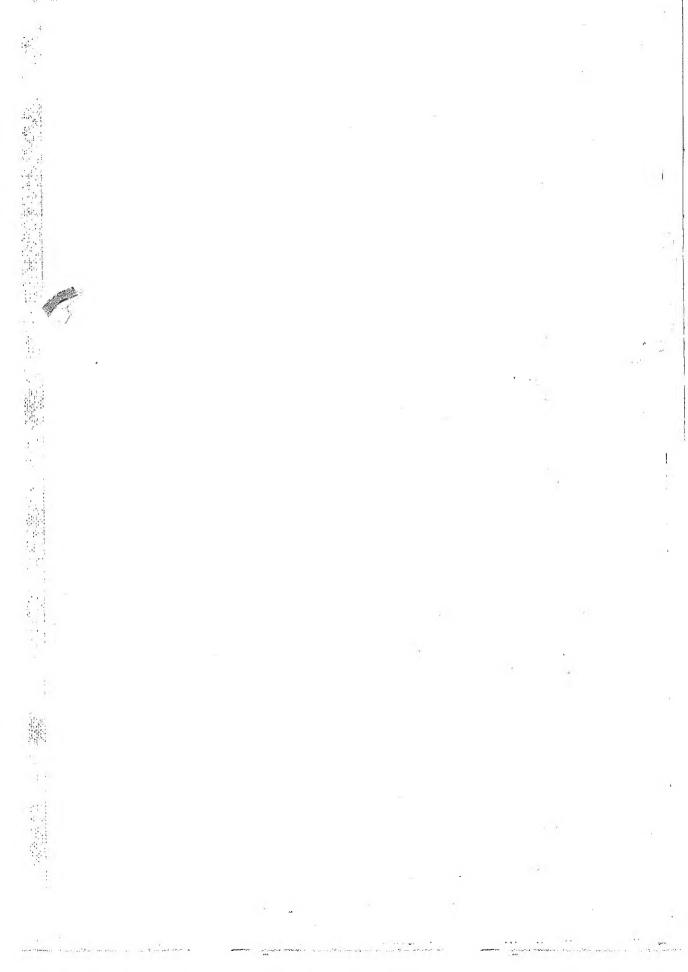
دكتور منير إبراهيم هندى دكتوراه في إدارة الأعمال، جامعة ألاباما الأمريكية أستاذ الإدارة المالية والمؤسسات المالية كلية التجارة، جامعة طنطا

4 . . 4

المكتب العربى الحديث ـ الإسكندرية ت: ٤٨٢٦٤٨٩ / ٣٠



بسم الله الرحمن الرحيم



مقدمـــة المؤلـــف

نشأت فكرة إصدار هذه السلسلة في لقاء تم بيني وبين سعادة الدكتور مصطفى هديب مدير عام العهد العربي للدراسات المالية والمصرفية. وعضو مجلس أمنائه. كان ذلك في دوحة دولة قطر في نوف مبر عام ١٩٩١. فلقد كار سيادته في زيارة عمل لمؤسسة النقد القطري. وشاءت المغروف أن يطلع على نسخة من كتاب الأوراق المالية وأسواق رأس المال. كنت قد أهديتها لسعادة محافظ المؤسسة. وفي اللقاء اتفقنا على إصدار سلسلة في الميدان نفسه. توجه في الأساس إلى خدمة المؤسسات المالية والمستثمرين من الأفراد. وفي بداية عام ١٩٩٣. وبالتحديد في الأسبوع الأول من يناير، تم اتصال بيننا انتهينا فيه إلى أن تتكون السلسلة من ثلاثة والكتاب الأول عن أدوات الإستثمار في أسواق رآس المال، والكتاب الثاني عن تنظيم أسواق رأس المال الحاضرة وإدارتها وأسواق الإختيار والعقود المستقبلية، والكتاب الثالث يتناول التحليل المالي والاقتصادي لأغراض الإستثمار في الأوراق المالية.

وقد خطط لكل كتاب من الكتب الثلاثة أن يتصمن موضوعات جديدة، خمقة الفائدة المرجوة للجمهور الذي يستهدفه. فالكتاب الأول الذي بين يديك يتضمن ثلاثة أبواب:

الباب الأول ويشتمل على فصلين يعالجان الأوراق المالية من أسهم وسندات وأوراق مالية مبتكرة مثل الإختيار. والصكوك التي تعطي الحق في شراء أسهم المنشأة من تاريخ لاحق. والباب الثاني ويتكون أيضاً من فصلين يعرضان لصناديق الإستثمار التي تؤسسها شركات الإستثمار وذلك بوصفها أداة إستثمارية فعالة، على الأخص في الجنتمعات التي ينخفض فيها متوسطة الإدخار للفرد أو للأسرة. وأخيراً. ينكون الباب الثالث من فصلين. يتناولان كيفية بناء محفظة الإستثمار. وإستراتيجيات المستثمر الصغير. وعلى الرغم من نظراً لتنوع محتوياتها بشكل يجعلها مثالاً أكثر شمولاً. إلا نما ورد بشأنها بمكن أن يحتذى بها كبار المستثمرين من الأفراد والمؤسسات المالية الأخرى. كما يمكن أن يستفيد من التجاري الأفراد والمؤسسات المالية الأخرى. كما يمكن أن يستفيد من النبرة والعرفة بأسواق رأس المال.

ولعل القارىء يدرك بوضوح أن محتويات الكتاب تنسجم إنسجاماً لا خلاف عليه، وبشكل يجد فيه كل قارىء ضالته أو قدراً معقولاً منها. فرجل الشارع الذي يرغب في أخذ فكرة عامة عن أدوات الإستثمان قد جذبه محتويات الفصول الأربعة الأولى. وصغار المستثمرين قد يجدون في صناديق الإستثمار التي يتناولها الفصلان الثالث والرابع، ما يناسب مدخراتهم

الخدودة. أما كبار المستثمرين من الأفراد. والذين يحتمل أن تكون لديهم فكرة مسبقة عن الأوراق المالية. فقد يجدون في الفصلين الخامس والسادس ما يساعدهم على بناء محفظة استثمار ققق أكبر قدر من العائد في ظل حد أدنى من الخاطر. أما المؤسسات المالية من مصارف وشركات تأمين وبيوت السمسرة وما بماثلها، فقد تجد في الفصول من الثالث حتى السادس ما يساعدها في بناء محفظة استثمار خاصة بها. أو في بناء صناديق استثمار لجذب صغار المدخرين، وبالنسبة لطلاب مرحلة البكالوريوس في كليات التجارة. فقد يجدون في محتويات الفصلين الأول والثاني ما يفيد. أما طلاب الدراسات العليا فقد يتركز اهتمامهم على الفصول من الثالث حتى السادس، وقد يجدون في الفصل الثاني بعض الفائدة وبخاصة فيما يختص بالإختيار.

كذلك يتوقع أن جَدب محتويات الكتابين الثاني والثالث جماهير جديدة من المهتمين؛ المشرّع والحامي، ومؤسسات النشر والصحفيين، والمهتمين بتحليل الأوراق المالية، والمهتمين بشؤون الاقتصاد. إضافة إلى القائمين على تنظيم أسواق رأس المال وإدارتها.

وبالنسبة للقارىء الذي سيركز اهتمامه على فصول مختارة، فيحتمل أن يُواجَه بمصطلحات عرضت تفصيلاً في

فصول أخرى. وحتى بجنبه مشقة البحث عنها في تلك الفصول التي قد تكون في كتب أخرى ضمن المسلسلة، فقد آثرنا تذييل كل كتاب بقاموس "Glossary" بشرح المصطلحات التي يحتمل تكرارها في أكثر من فصل. وإذا لم يجد القارىء غايته في هذا القاموس، فيمكنه أن يرجع إلى قائمة الحتويات في مقدمة الكتاب. فقد يكون المصطلح من الأهمية بحيث يعرض له في قسم مستقل أو جزء من قسم. وإذا لم يجد القارىء ضالته في هذا أو ذاك. فهناك في نهاية كل يجد القارىء ضالته في هذا أو ذاك. فهناك في نهاية كل كتاب. قاموس غير مشروح لبعض المصطلحات الأخرى، مع بيان الصفحة الذي ذكر فيها المصطلح.

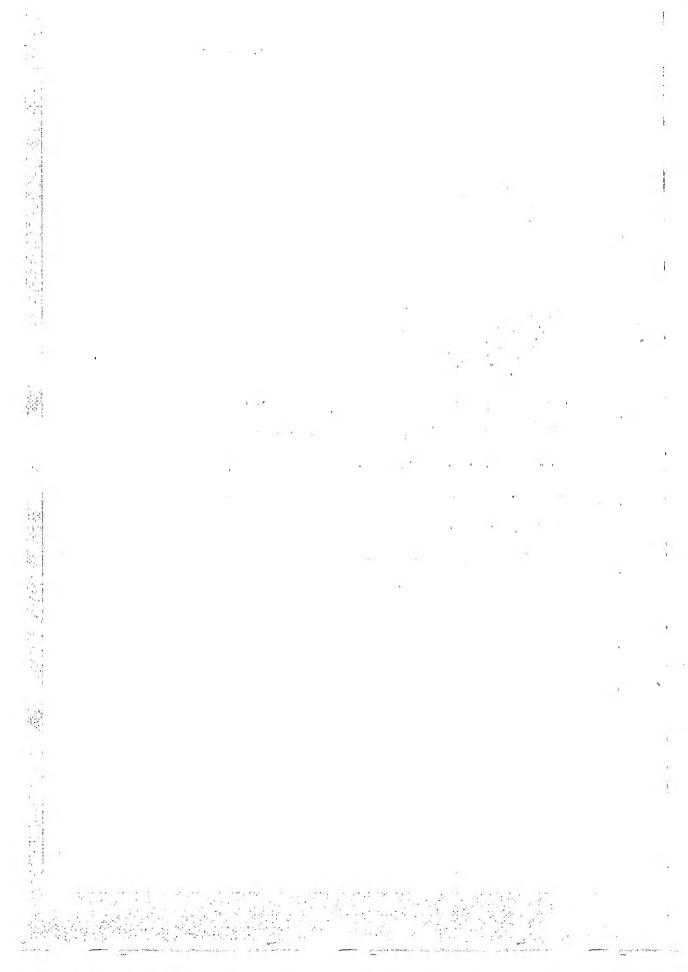
وبأمل المؤلف أن يجد القارىء في هذه السلسلة ما يمثل إضافة إلى الكتبة العربية.

واللـــه ولــيّ التوفيــق،..

منيـــر هنـــدي

تنبيسه

بالنسبة للقارئ الذي يفضل أن يقرأ فصولاً مختارة. فثمة قاموس في نهاية الكتاب يشرح المصطلحات "Glossary" التي تكرر ذكرها. كي يتجنب مشقة الرجوع إلى محتويات فصول أخرى لعرفة المقصود بكل مصطلح. كذلك ثمة قاموس غير مشروح لمصطلحات أخرى. يوضح الصفحة التي ورد فيها المصطلح. ولعل في هذا القاموس بعض الفائدة للقارىء الذي يرغب بتوسيع دائرة إطلاعه، وقراءة المراجع الأجنبية.



الفهسسرس

Ţ

4

رقم الصفحة	إســـــــــم الــــــــادة
	الباب الأول: الأوراق الماليـــة:
۳	مقدمة
	القصل الأول:
٥	الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال
٨	الأسبهم الحادية
71	إجَّاهات جديدة في شأن الأسهم العادية
11	الأسهم للعادية للأقسام الإنتاجية
) V	الأسهم العادية ذات التوزيعات الخصومة
19	الأسهم العادية المضمونة
ΓA	الأسهم المعتازة
73	إجَّاهات جديدة في شأن الأسهم المتازة
۳۱	السندات التي تصدرها منشآت الأعمال
77	إجَّاهات جديدة في شئان السندات
74 .	الأوراق المالية القابلة للتحويل
2.2	الخلاصيسة
٤۵	الفصل الثاني: الأوراق المالية الأخرى
٤٦	الأوراق المالية الحكومية المتداولة في أسواق رأس المال
٤٨	الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزية
٤٨	الأوراق المالية التي حَتكرها وزارة الخزانة

رقم الصفحة	إســـم الـــادة
٤٩	الأوراق المالية الحكومية القابلة للتداول
۷۵	الأوراق للالية التي تصدرها الحكومات الخلية
۵۹	الأوراق المالية التُنداولة في سوق النقد
7.	شهادات الإيداع القابلة للتداول
(1)	الكمبيالات المصرفية
tr	الأوراق التجارية
77"	قرض فائض الإحتياطي الإلزامي
12	قرض الدولار الأوروبي
٥٦	ورص المودر الموروبي إتفاقيات إعادة الشراء
11	أدونات الخزانة
1/	ادوات الحرات المديونية وكمبيالات الخزانة
1/	الأوراق المالية المتداولة في سوق الإختيار
٧٠	
٧٤	إختيار البيع
VV	إختيار الشراء صكوك الشراء اللاحق لأسهم النشأة
۸۵	صحوك السراء اللاحق مسهم المسالة المراق المستحدثة الأوراق المالية الخلقة المتداولة في أسواق مستحدثة
۸۷	
۹٠	الباب الثاني: صناديق الإستثمار
4 3	مُمعَدُم
	القصل الثائث:
٩٣	ماهية صناديق الإستثمار
90	
47	تصنيف شركات الإستثمار
71	ودائع وحدة الإستثمار

:

رقم الصفحة	إســـــم الـــــادة					
	صناديق الوداثع العامة					
1-1	شركات الإستثمار الدار					
1-5	شركات الإستثمار ذات النهاية الغلقة					
1.5	شركات الإستثمار ذات النهاية الفتوحة					
111"	تصنيف صناديق الإستثمار					
15-	تصنيف الصناديق وفقاً لمكونات التشكيلية					
15+	صناديق الأسهم العادية					
11+	صناديق السندات					
175						
117	الصناديق المتوازنة					
152	صناديق سوق النقد					
117	تصنيف الصناديق وفقاً للأمداف المقررة					
177	صناديق النمو					
177	صناديق الدخل					
114	صناديق الدخل والنمو					
154	صناديق إدارة الضربية					
17A	الصناديق ذات الأهداف المزدوجة					
1171	مزايا شركات الإستثمار					
177	الخلاصــــة					
	১৯০০ প্ৰথম কৰাৰ কৰাৰ কৰাৰ কৰাৰ কৰাৰ কৰাৰ কৰাৰ কৰা					
	القصل الرابع:					
	تنظيم شركات وصناديق الإستثمار وإدارتها وسبل					
179	تقييم أدائها					
12.	البناء التنظيمي لشركة الإستثمار					
151	إدارة شركة الإستثمار					
1						

رقم الصفحة	إســـــم الـــــادة
·	
127	سياسات الإستثمار
127	تكاليف الإستثمار
10.	طرق شراء الأسهم
101	إدارة حساب العميل
101	التشريعات التي غكم إدارة شركات الإستثمار
109	توافر البيانات
11.	تنظيم ميئة الإدارة والقيود المفروضة عليها
171	تكلفة الشراء
117	العاملة الضريبية
111	تقييم أداء صناديق الإستثمار
177	والتقارير المالية والبيانات المنشورة
۸۲۱	قياس أداء صناديق الإستثمار
11/	أ الأسلوب البسيط :
172	﴿ الْأَسْلُوبِ الْمُزْدُوحِ
171	أً مقياس شارب
۱۷۵	مقياس ترينور
171	إَ حِوانِب ٱخرى فَي قياس الأَداء
177	الحافظة على مستوى الخاطر
174	قياس مستوى التنويع
1.4-	قياس متوسط معدل العائد
1A1	قياس التكاليف
1.67	الخلاصــــــــــــــــــــــــــــــــــ
110	الباب الثالث: تشكيل محفظة الإستثمار
144	مقدمة

, dr

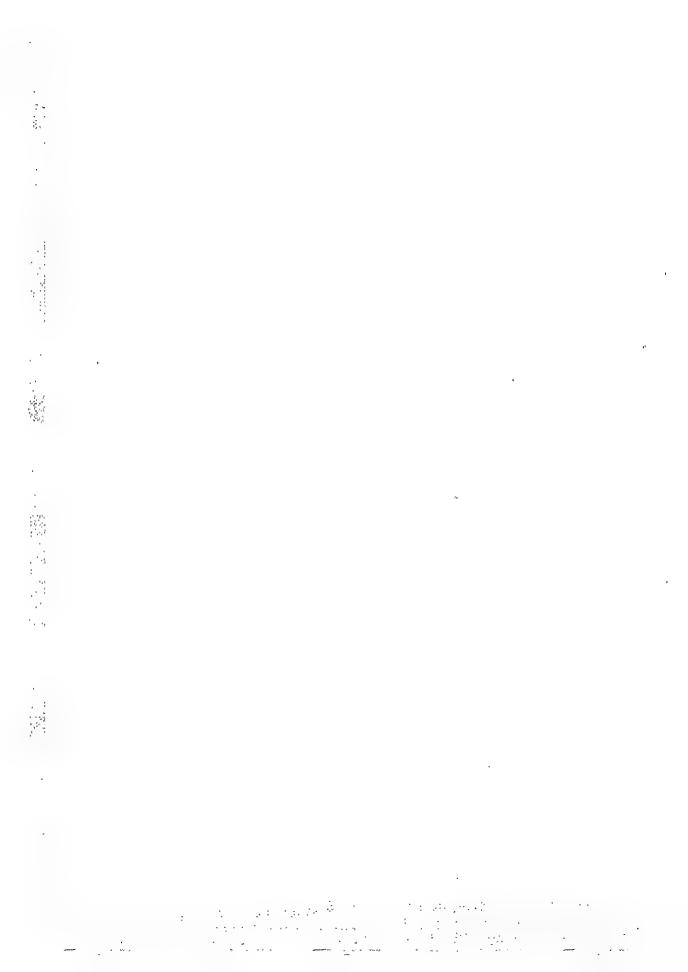
رقم الصفحة	إســــــم الــــــادة
PAL	الفصل الخامس: إدارة محفظة المصرف
174	ماهية أهداف المحفظة
191	السياسات التي خكم إدارة الحفظة
193	توزيع مخصصات الحفظة
197	تنويع مكونات الحفظة
197	تنويع جهة الإصدار
197	التنويع الساذج
19.6	تنويع ماركوتز
f13	تنويع تواريخ الإستحقاق
ffr	تنويع محفظة القروض
510	الخلاصة
rrv	الفصل السادس: إستراتيجيات الإستثمار للمستثمر الصفير
117	إستراتيجية السمات التعددة
ודו	إستراتيجية السمة الواحدة
rmr	إستراتيجية المضاعف
THE	أسهم للشتق والأسهم مقابل التوزيعات
TTE	أسهم ذات التوزيعات المتزايدة
500	إستراتيجية الإصدارات الجديدة
rrv	إستراتيجية الأسهم التي يعاد شراؤها
579	أسهم النشآت الصغيرة
551	أسهم للنشآت الخاسرة
727	الخلاصية

*;

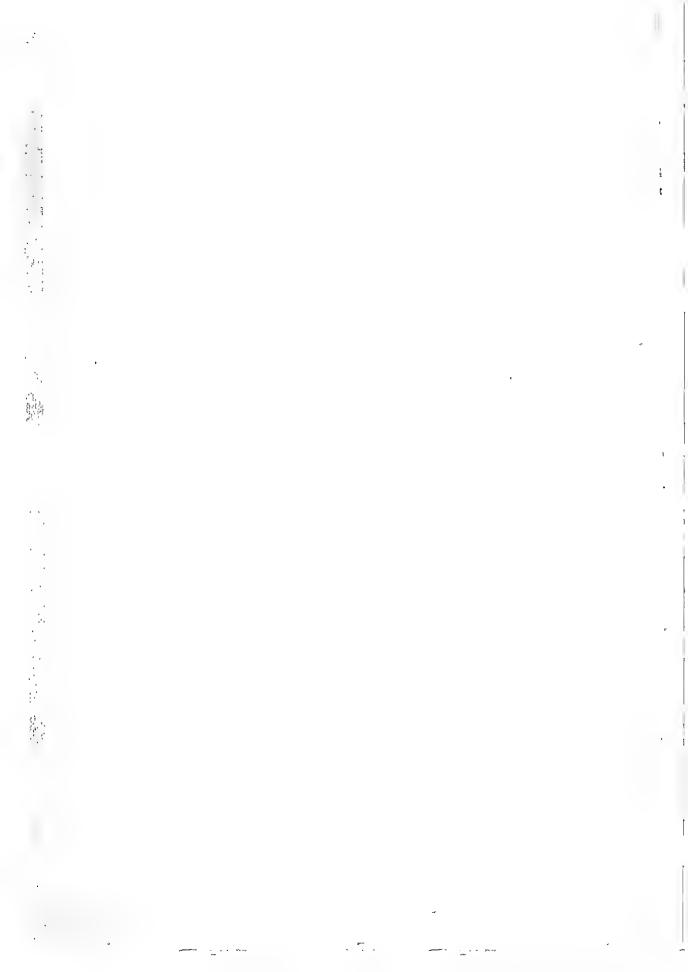
رقم الصفحة	إســـــم الــــــادة
	ملا حـــــق :
የደም	قاموس المصطلحات
7 <u>2</u> 9	فهرس بالمصطلحات
rav	قائمة المراجع



and a subject of the second of



تعدد الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية, وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة التي تتداول في تلك الأسواق. وعليه, فإن تناولها في الباب الأول لكتاب يركز اهتمامه على أسواق رأس المال – الشق الرئيسي من الأسواق المالية - يعد أمراً منطقياً. ففي الفصل الأول يتم تناول الأوراق المالية التي تصدرها منشآت الأعمال. والتي تتداول في أسواق رأس المال الفورية سواء كانت تلك الأسواق منظمة (البورصات) أو غير منظمة، ويقصد بها الأوراق المالية طويلة الأجل المتمثلة في الأسهم والسندات. أما الفصل الثاني فيعرض للأوراق المالية التي تتداول في أسواق الخرى. وفي مقدمتها أسواق النقد التي التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل. وأسواق الإختيار التي تبرم فيها إتفاقات بيع أوراق ممالية وشرائها، وأن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق.



الفصل الأول الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال الفورية

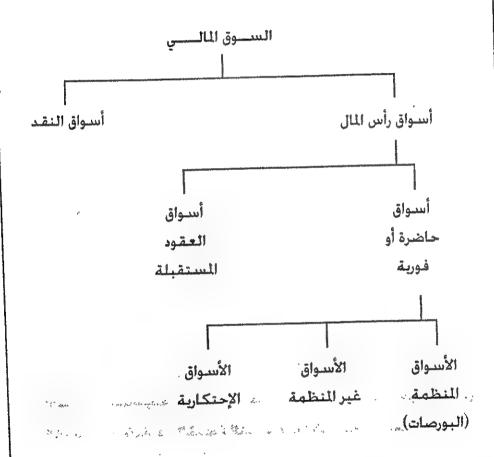
تعددُ الأوراق المالية "Securities" وبخاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئبسية المتداولة في أسواق رأس المال الفورية: وتمثل الورقة صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معد فحملة الأسهم العادية والأسهم المعتازة مثلاً لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة، كما أن لهم نصيب في أصولها وإن كان ليس من حقهم المطالبة به لا سيما وأن المنشأة ما تزال مستمرة Going" من حقهم المطالبة به لا سيما وأن المنشأة ما تزال مستمرة والشوائد السندات نصيب في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة، ونصيب في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة مقابل السندات المصدرة، أو في الأصول بصفة عامة، وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية.

وبكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق. فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم العادية, وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات وما بماثلها. أما الأسهم المتازة فتعتبره هجين "Hybrid Securities" من الأسهم العادية والسندات, وإن كانت

وثمة تصنيف ثالث بديل للأوراق المالية، وذلك على أساس سوق المال "Financial Market" لذي تتداول فيمه تلك الأوراق. وفي هذا الصدد. يشير شكل 1-1 إلى أن أسواق المال تنقسم إلى أسواق رأس المال. "Capital Markets" فتنقسم وأسواق النقد. وبالنسبة لأسواق رأس المال "Capital Markets" فتنقسم بدورها إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلة. ويقصد بالأسواق الحاضرة "Spot or Cash Markets" تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة. وتشتمل تلك الأسواق على أسواق رأس المال المنظمة "Organized Markets" أي البورصات، كما تشتمل على أسواق رأس المال المنظمة غير المنظمة "Unorganized Capital Markets" التي تتداول فيها الأوراق غير المنظمة السمسرة، والمصارف التجارية ... وما شابه ذلك. هذا إلى جانب أسواق أخرى تتمثل أساساً في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية، المذين يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة.

أما أسواق العقود المستقبلة، فهي أسواق تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات. ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، ويقصد بها في هذا الصدد أسواق الإختيار وأسواق العقود. وأخيراً، يقصد بأسواق النقد "Money Markets" الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والمصارف التجارية، وكذا من خلال وزارة الخزانة وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.

شكل ۱-۱ مكونات أسواق الاال



وفي هذا الفصل سنقتصر على الأوراق المالية التي تتداول في الأسواق المنظمة وغير المنظمة مع التركيز على تلك التي تصدرها منشآت

The second of th

الأعم الله الأواق المالية التي تصدرها الحكومة والتي قد تتداول في تلك الأسواق فسوف نعرض لها في الفصل الثاني. وعلى هذا الأساس سوف يتناول القسم الأول من هذا الفصل الأسهم العادية، يتبعه القسم الثاني الذي يعرض للأسهم المتازة ، فالقسم الثالث الذي يُكرس للسندات. وأخيراً، سوف يُفرَد قسم خاص للأوراق المالية القابلة للتحويل، ويقصد بها السندات والأسهم المتازة التي يمكن فويلها إلى أسهم عادية. هذا وجدر الإشارة إلى أن الأسواق غير المنظمة تتعامل كذلك في الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال، وذلك على النحو الذي سيشار إليه في الكتاب الثاني من هذه السلسلة.

السحم العاديدة:

عثل السهم العادي "Common Stock" مستند ملكية له قيمة إسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. وتتمثل القيمة الإسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس. أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم المتازة ولكن تتضمن الاحتياطات والأرباح الحتجزة - مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وأخيراً, تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الإسمية أو القيمة الدفترية.

ويدرك المتعاملون في سوق المال أن القيمــة الإسمية لا تمثل التــقييم

الحقيقي للسهم ولا القيمة الدفترية أيضاً. وأن القيمة الحقيقية للسهم العادي – والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق - تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه. أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر. وفي حالة إصدار السهم لأول مرة. لا يوجد ما يضمن بيعه بقيمته الإسمية. بل قد تضطر المنشأة المصدرة له أن تبيعه بقيمة أقل وذلك من خلال بقديم خصم على قيمته الإسمية.

وعلى الرغم من أن القيمة الإسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس. إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم "Stock Splits". الذي يعطي الحق للمستثمر في الخصول على جزء من سهم أو سهم كامل – ورما أكثر – وذلك عن كل سهم يملكه. وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة. ولما كان اشتقاق الأسهم لا يترك أي أثر على القوة الإبرادية للمنشأة, فإن من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض ربحية السهم الواحد وانخفاض قيمته السوقية بالتبعية (۱) وتتفق سياسة اشتقاق الأسهم مع سياسة التوزيعات في صورة أسهم – التي سنعرض لها فيما بعد – في أن كلاهما يهدف إلى زيادة الطلب على أسهم المنشأة من خلال إحداث تخفيض في القيمة السوقية للسهم. هذا ويكون التعامل في الأسهم في سوق رأس المال السوقية للسهم. هذا ويكون التعامل في الأسهم في سوق رأس المال بكسر إعتياري. ففي بورصة نيويورك تبلغ قيمة الكسر الإعتيادي أليريد. وهذا

⁽١) لمزيد من التفصيل بشأن اشتقاق الأسهم، يمكن الرجوع إلى كتاب الإدارة المائية مدخل خليلي معاصر. للمؤلف.

لا منع أحياناً من أن يكون التعامل على أساس مصاعفات مقام الكسر. أي يكون التعامل على أساس $\frac{1}{11}$ ، أو $\frac{1}{17}$ من الدولار.

أما بالنسبة لحامل السهم أي المستثمر فلا يجوز له الرجوع إلى المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته. فإذا ما أراد التخلص منه فلا سبيل أمامه سوى عرضه للبيع في سوق المال: وفي حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم، بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق. وليس من حقه المطالبة بنصيبه من الأرباح طالما لم تقررالإدارة توزيعها.

ومن ناحية أخرى. يتمتع حامل السهم العادي ببعض الحقوق من بينها الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريق آخر والحق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر المنشأة توزيعها. كما يتمتع بمزايا أخرى مهمة وهي أن مسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال، وأن له الحق في التصويت في الجمعية العمومية. ونظراً لوجود نوع من الإرتباط بين التوزيعات وحق التصويت من ناحية وبين وظيفة رأس المال من ناحية أخرى. فسوق خظى بمزيد من الاهتمام في هذا المقام.

قد يحصل المستثمر على نصيبه من التوزيعات في صورة نقدية أو في صورة أسهم "Stock Dividend". وفي الحالة الأخيرة أي إصدار الأسهم مقابل توزيعات، يتحدد نصيب المستثمر بنسبة ما مملكه من أسهم المنشأة. ونظراً لأن إجراء توزيعات في صورة أسهم من شأنه أن يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، دون أن تناثر

그.

القوة الإيرادية للمنشأة - في المدى القصير على الأقل - فإن القيمة السوقية لجموع الأسهم العادية (القيمة السوقية لحقوق اللكية) نظل على ما كانت عليه قبل إجراء التوزيعات، ما يترتب عليه بالتالي انخفاض القيمة السوقية للسهم الواحد (1).

وما يذكر أن المنشئة عادة ما تلجأ إلى هذا الإجراء بهدف الحد من إرتفاع القيمة السوقية للسهم، إلى درجة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شرائه.

ويرتبط عدد الأسهم التي يملكها المستثمر بقدرته على التأثير في قرارات المنشأة، من خلاله حقه في التصويت على تلك القرارات. ومع هذا فإن عدداً كبيراً من حملة الأسهم العادية لا يمارسون هذا الحق بشكل فاعل، ربما لضالة عدد الأسهم التي يمتلكها كل منهم، أو لأن محفظة أوراقه المالية على درجة عالية من التنويع، الأمر الذي يقلل من الخاطر التي يتعرض لها عائد الحفظة جراء سوء إدارة إحدى النشآت التي يمتلك جزءاً من أسهمها العادية. وما يجرى عليه العمل في شان التصويات على إذن يفوض فيه التصويات على إذن يفوض فيه الإدارة بالتصويات نيابة عنه. ومثل هذا الإجراء من شأنه أن يفقد المستثمر تأثيره المباشر على تسيير دفة الإدراء من شأنه أن يفقد المستثمر تأثيره المباشر على تسيير دفة النشأة.

⁽١) لمزيد من التفصيل بشأن التوزيعات في صورة أسهم، يمكن الرجوع الى كتاب الإدارة المالية: مدخل خليلل معاصر، للمؤلف.

تنص عقود التأسيس أحياناً على حق التصويت الجمع Voting" Voting والذي بمقتضاه يعطي حامل السهم عدداً من الأصوات يعادل عدد أعضاء مجلس الإدارة. وذلك عن كل سهم بمتلكه. وهذا يعني أن عدد الأصوات للمساهم الواحد تتمثل في عدد الأسهم التي بمتلكها مضروبة في عدد أعضاء مجلس الإدارة. وللمستثمر (الساهم) الحق إذا أراد أن يفوض عضواً واحداً في الجلس في الأصوات التي بمتلكها جميعهم. كما أن له الحق في أن يوزع الأصوات بأي شكل براه على جميعهم أو على عدد محدود منهم. ويعطي هذا النص ميزة لصغار المساهمين: إذ بمكن للمساهم تفويض كل الأصوات لعضو واحد في الجلس. يكون بمثابة بمثله الذي يعمل جاهداً على أن يكون عند حسن ظنه لا سيما وأن عدد الأصوات التي حصل عليها منه قد تفوق – في بعض الأحيان – نصيب العضو من أصوات أحد كبار المساهمين الذي بعضل توزيع ما بملكه من تلك الأصوات على عدد كبير من أعضاء الجلس.

ومن وجهة نظر النشأة تمثل الأسهم العادية مصدراً دائماً للتمويل، إذ لا يجوز استرداد قيمتها من المنشأة. كما أن المنشأة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات حتى في السنوات التي تتحقق فيها أرباح. هذا إلى جانب أن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى إنخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ويزيد بالتالي مسبب ن حجم الطاقة الإقتراضية للمنشأة. أي يزيد من قدرتها على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة، مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

وعلى الجانب الآخر قد يعتبر إصدار الأسهم الجديدة أمراً غير محبب، وذلك لثلاثة أسباب رئيسية. هي:

- ا) يؤدي إصدار المزيد من الأسهم العادية إلى ارتفاع تكلفة الأموال وذلك لسببين: أولهما أن مخاطر الإستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الإستثمار في غيرها من الأوراق المالية, وبالتالي فإن العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفعاً. أما السبب الثاني فهو أن أرباح الأسهم على عكس فوائد السندات. إذ لا تعد من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضربة, ومن ثم لا يتولّد عنها أي وفورات ضريبية.
- ا قد يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد ما يعني تشتتاً أكبر للأصوات في الجمعية العمومية. وهذا لا يعني فقط إضعافاً لمركز المساهمين القدامي، بل قد يعني كذلك إضعاف سيطرة حملة الأسهم العادية عموماً (الجدد منهم والقدامي) على مجريات الأمور ويطلق بالتالي العنان لجلس الإدارة في التصرف بحرية مما يزيد من تكلفة الوكالة التي يتكبدها حملة الأسهم.
- ٣) قد يتبادر إلى أذهان المستشمرين في ظل نقص العلومات لدى المستشمرين الحسم المستشمرين الحسم المستشمرين الحسم المسلم المسلم المسلم المسلم عادية جديدة هو "Information Asymmetry" أن قرار إصدار أسهم عادية جديدة هو رد فعل لاعتقاد الإدارة بأن القيمة السوقية للأصول مُغال فيها. ومن ثم فقد يحجمون عن شراء أسهم المنشأة (القديم منها والجديد)

بالسعر الذي كانت تباع به قبل الإصدار الجديد. ويوضح جدول ١-١ الكيفية التي تنشر بها أسعار الأسهم العادية في صحيفة وول ستريت.

فنفى العمنودين الأول والثاني أعبلي سنعبر وأقل سعبر جري عليبه التعامل في آخر ١٢ شهراً. إذ تظهر الأسعار بكسر ألل دولار على النحو الذي سبقت الإشارة إليه. وفي العصود الثالث اسم المنشأة أي اسم السهم (مختصر). يلى ذلك عمود التوزيعات "Div." التي أجريت خلال الــ ١١ شهراً (٥١ أسبوعاً) الماضية. ثم نسبة سعر السهم إلى ربحيته "Price-Earnings Ratio (P/E)" والذي يتمثل في خارج قسمة سيعر الإقفال للسهم على ربحية السهم في الإثنى عشر شهراً الأخيرة. وفي العمود التالي حجم التعامل مشات الأسهم (Sales or Sis 100s). وفي العم ودين التاليين أعلى "High" سعر وأقل "Low" سعر جبري عليه التعامل في ذلك اليوم. ثم عمود لسعر التعامل في آخر خطة أي خطة الإقفال وهي الساعة الرابعة بعد الظهر .4 P.M. أما آخر عمود فيوضح التغير في السعر ما بين سعر إقفال الأمس واليوم "Chg". فمثلاً التغير في سعر سهم شركة "ADT" كان – $\frac{1}{2}$ وسعر الإقفال $\frac{7}{2}$ ٧ ما يعنى أن سعر إقفال الأمس كسسان ٨. هذا وكما سبقت الإشارة في الفصل الأول إلى أن أسعار الأسهم العادية تنشر بكسر قدره للها. مع ملاحظة أن الكسر الذي قيمته الله يظهر في الصحف بقيمة قدرها أ- ، والكسر الذي قيمته كي يظهر في الصحف بقيمة قدرها ___

جسدول ١ -- ١ الكيفية التي تنشر فيها أسعار الأسهم في صحيفة وول ستريت

Friday, February 12, 1993 Final Prices New York Time

Quotations include trades on the Midwest, Pacific, Philadelphia, Boston and Cincinnati stock exchanges and reported by the National Association of Securities Dealers and Instinct.

	2 Wee		tock	Div	P-E Rafi	Sale 0 100s	es High	Low	Last Ne Price Ch	
	-A-A-									
	15%	1034	AAR	.48	22	446	121/8	12	121/8	
	113/8	101/s	ACM GVI Fd	.96	e	610	111/8	1174	111/4	
	10	9	ACM OppFd	100	V	197	93/4	91/4	93/8	
	1178	97/8	ACM SecFd			656	111/8	10%	11	
	G3/4	81/2	ACIA SpetmFd	.80		391	9%	91/4	9%	
	10%	858	ACM MgdIncFd	1.08		341	101/4	10	101/4	
	12	- 85%	ACM MgdMultFd	.97	á	79	91/4	91/8	91/8	
	91/2	61a	ADT	-91	e a	1845	8	73/8		4 :
a	21/2	7/8	ADT vit		d	202	13/4	11/4	.1%	40.2
P.F	361/2	24	AFLAC	.44	16	782	361/a	35%	35% - 1	1
	281/2	18	AL Labs A	.18	64	328	263/8	2578	001/4 3	8
	21/8	316	AM Int	.10	dd	189	15,72	7/18	261/4 + 3 1/15	8
	83/4	11/15		1.50		56	13/8	11/4		
	65%	525/8	AM lot pf AMP	1.60	121	1080	58%	57%		4
	801/4	5478	AMB	1.00	dd	5643	63%	623/4		2
	471/4	361/2	ARCO Chm	2.50	20	702	413/4		63 + 7 $41/4 + 3$	8
	23/4	13/8	ARX	2.00	, 12	37	174	174		/8 /B
	50%	293/4	ASA	2.00	, 12	1405	3534			^{/8}
X	34	26			40	1425	0014	341/2		, İ
Ü	97/8	33/4	Abbollab	.60	19	11179	281/8	271/2	28 + 1	4
11	13%	1034	Abex	50	's the	250	41/4	41/8		/8
	1578	1036	Abilibí g	.50	er.	115	111/6	11		/8
\$	15	6	Acceptins	40	dd •	50	11	10%	11	,. I
	113/4	43/4	AcmeCleve	.40	18	21	8%	81/2		4
	91/4	33/4	AcmeElec	00	CC	27	8	71/8		
î,	243/4	151/8	Acordia	.09	p	162	21%	211/2		/2
	233/4	- 131/2	Acuson	4.00	13	1197	13%	13%		4
	211/8	181/a	AdamsExp	1.62	e	120	20%	20%		/8
	211/2	7%	AdvMicro		8	23928	211/2	20%	21% + 3	/e

إجّاهات جديدة بشأن الأسهم العادية:

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية – التي سبقت الإشارة إليها في الصفحات السابقة – ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعاً جديدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة، والأسهم العادية المضمونة القيمة.

١) الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي خفقها النشأة ككل. غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية. فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل. أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة "إي" "E Class" وربطت فيها التوزيعات - التي يحصل عليها حاملها - بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها الفئة "إتش" "Class" وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات. وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات. وعلى الرغم من أن المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين على النحو الذي سيشار إليه عند تناول الأسهم العادية المضمونة القيمة.

٢) الأسهم العادية ذات التوزيعات الخصومة:

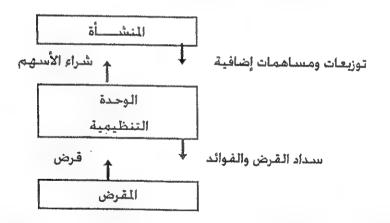
الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعدّ من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الغريبة. وفي الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها. في ظل خطة معنية لمشاركتهم في ملكية المنشأة Employee Stock معنية لمشاركتهم في ملكية المنشأة Ownership Plan (ESOP)"

ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين - الخصص لتمويل شراء تلك الأسهم - من دفع الضريبة على ٥٠٪ من الفوائد التي خصل عليها. وقد يكون من الملائم في هذا الصدد كشف اللثام عن كيفية تمويل شراء تلك الأسهم، لعله يفيد عند التفكير في خطة لمشاركة العاملين في ملكية شركات القطاع العام في دول العالم العربي.

وفقاً للخطة المشار إليها تقوم وحدة تنظيمية مختصة - نيابة عن العاملين - بالحصول على قرض طويـــل الأجل. بهدف استخدام حصيلته لتمويل شراء جزء من الأسهم العادية أو حصة في رأسمال الشركة التي يعملون فيها "Leveraged ESOP Agreement". ويتم خدمة القرض (سيداد قيها القرض ذاته إضافة إلى الفوائد) من التوزيعات التي تتولد عن الأسهم المشتراة. كما قد يتم خدمته من التوزيعات التي تقدمها المنشأة المعنية وتخصم قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضربية. وذلك في حدود ٢٥٪ من إجمالي مرتبات العاملين.

ومن العوامل المساعدة لنجاح خطة المشاركة. أن الخصم الضريبي الذي يستقيد منه المقرض. يجعله في موقف يسمح له بتخفيض معدل الفائدة على القرض. وقد يصل التخفيض إلى حوالي ٤٪. وهو ما يعني بالتبعية تخفيض تكلفة تمويل شراء الأسهم. كذلك فإن خصم قيمة التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة - وهو ما لا يمكن أن يتحقق إلا في ظل خطة المشاركة - يعدد دافعاً قوياً لقيام المنشأة المعنية بتقديم مساهمتها الإضافية لزيادة حصيلة الموارد المستخدمة في شراء الأسهم. بل وقد تذهب في هذا الشأن إلى حد تقديم بعض الأصول كرمن لقيمة القرض المستخدم لتمويل خطة المشاركة. وبالطبع يتوقع أن يتزايد حماس المنشأة إذا كانت أرباحها تقع في شريحة تخضع لمعدل ضريبة مرتفع. ويلخص شكل ١-١ خطة المشاركة المشاركة المشاركة المشار إليها (٢).

شكل ١–١ الإطار الأساسي لتنفيذ خطـــة المشاركـة



⁽٣) للمنيد عن هذا النبوع من الأسبهم. يمكن الرجنوع إلى كنتاب الأوراق المالينة وأسواق رأس المال. للمؤلف.

٣) الأسهم العادية المضمونة:

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته. وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية. غير أنه في عام ١٩٨٤ ظهرت- لأول مرة - في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعبويض. إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين. خلال فترة محدودة عقب الإصدار "Puttable Common Stocks". أما إذا لم يصل انخفاض المقيد الي الحد المعين أو إذا قباوز الانخفاض الحد ولكرب بعرب انتهاء الفترة المنصوص عليها. فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض. وعادة ما يحصل المستثمر على عدد من الصكوك يطلق على الأسهم المشتراة. ويطلق على الأسهم والحقوق "Rights" كما يطلق على ويطلق على الأسهم والحقوق القررة بالوحداث "Units" كما يطلق على المستثمر فيها حامل الوحدة "Unit Holder". هذا ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين عن بعضها. وذلك خيلال الفترة الحددة للمطالبة بالتعويض.

ولعل القارىء قد توصل إلى إستنتاج جوهري بشأن هذا النوع من الأسهم، وهو أن المستثمر يمكنه - خلال فترة التعويض - قيقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في قيمتها السوقية، أما مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية فإنها حدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض، وحينئذ لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر شراء السهم وبين الحد الأدنى للقيمة السوقية الذي تضمنُهُ المنشأة. أما إذا فجاوز انخفاض القيمة

الحد المشار إليه، فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة؛ إذ يمكنه حينئذ المطالبة بالتعويض. باختصار لا يوجد حد أقصى للمكاسب التي يحققها المستثمر في حالة ارتفاع القيمة السوقية للسهم، أما الخسائر في حالة انخفاض القيمة السوقية فمحدودة على النحو المشار إليه. وهذه المزايا تماثل تماماً مزاياً الإختيار الذي سيعرض له الفصل الثاني. كما تشبه إلى حد كبير مزايا السندات التي يمكن خويلها إلى أسهم والتي سنعرض لها في القسم الرابع من هذا الفصل.

ولكن كيف يتم تعويض المستثمر عن الإنخفاض في القيمة السوقية للسهم؟ الأصل أن يكون التعويض من خلال إصدار أسهم عادية إضافية يتم توزيعها على المستثمرين. وبالطبع يتوقف نصيب كل مستثمر على عدد الأسهم التي سبق أن اشتراها, كما يتوقف على مقدار الإنخفاض في القيمة السوقية للسهم. وكما يبدو فإن التعويض بإصدار أسهم عادية يحمل في طياته زيادة في ثروة المالكين المدد على حساب المالكين القدامي. فإنخفاض القيمة السوقية للسهم هو انخفاض له سمة العمومية يصيب كلاً من المالكين القدامي والمالكين الجدد على أن المالكين الجدد على أن المالكين الجدد هم وحدهم الذي يحصلون على أسهم إضافية مجانية على سبيل التعويض. الأمر الذي يعني زيادة حصتهم في ملكية المنشأة. وإذا ما كان الإنخفاض في يعني زيادة حصتهم في ملكية المنشأة. وإذا ما كان الإنخفاض في القيمة السهم كبيرة، فإن إصدار قدر كبير من الأسهم الإنخفاض في القيمة السوقية للسهم. وهو ما يؤدي بالتبعية إلى مزيد من تضاؤل نسبي في نصيب المالكين القدامي في ممتلكات المنشأة.

يُضاف إلى ذلك أن هناك حداً أقصى لعدد الأسهم المصرح للمنشأة بإصدارها. وذلك على النحو المنصوص عليه في عقد التأسيس. وعليه فإن الإنخفاض الكبير في القيمة السوقية للسهم قد لا يمكن تعويضه بإصدار أسهم جديدة. وذلك إذا ما كان من شأن الإصدار الجديد أن يؤدي إلى جَاوز الحد الأقصى لعدد الأسهم المصرح بإصدارها. وحينئذ تكون تصفية المنشأة (وهي حالة مشابهة للإفلاس) هي أحد الحلول الحتملة. أما الحل البديل فهو استمرار المنشأة مع انتقال ملكيتها إلى المالكين الجدد.

ولتخفيف حدة الإنتقادات التي توجه إلى إصدار هذا النوع من الأسهم استخدمت بعض المنشآت آليات بديلة لتعويض المالكين الجدد عن انخفاض القيمة السوقية للسهم. وقد تمثلت تلك الآليات في النص على أن من حق المنشأة دفع قيمة التعويض في صورة نقدية. أو في صورة أسهم متازة. أو أوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الأجل وخمل سعر فائدة متحرك "Floating Interest Rate" وبتاريخ استحقاق وبقيمة إسمية محددين مقدماً.

وقد يشك القارىء في فاعلية الآليات البديلة - وربما يكون شكه في محله - على أساس أن تلك الآليات لا تخلو هي الأخرى من العيوب. فالتعويض النقدي قد ينتهي بالمنشأة إلى التصفية, وذلك إذا لم تتوافر لديها النقدية الكافية لتغطية التعويض المطلوب. كذلك فإن التعويض من خلال أوراق مالية أو تجارية تمثل مديونية قصيرة الأجل يُعرض المنشأة للإفلاس، وذلك في حالة فشلها في تدبير الأموال اللازمة لخدمة الدين خلال الأجل المذكور.

أما النص على إمكانية التعويض بإصدار أسهم متازة. فمن شأنه أن يجنب المنشأة التعرض لخاطر التصفية. وهو ما يعني انخفاض حجم الخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مشتري السهم. وغنى عن البيان أن انخفاض الخاطر تعني إمكانية بيع السهم بسعر مرتفع. ما يعني زيادة حصيلة بيع الإصدار وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية. ومع هذا فإن للتعويض بالأسهم الممتازة بعض المشكلات.

فالأسهم المتازة المصدرة في مثل هذه الظروف لها بعض السمات الخاصة. فبضلاً عن أن لحملتها الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس. وأن القيمة الإسمية للسهم لا بد وأن تساوي القيمة الإسمية للسهم الحق في توزيعات تعادل الإسمية للسهم الحق في توزيعات تعادل تماماً ما يحصل عليه حامل السهم العادي. كما أن له الحق في التصويت في الجمعية العمومية. ومعنى هذا أن السيطرة على مقدرات المنشأة تتحول آلياً من المالكين القدامي إلى المالكين الجدد. إذا ما بلغ ما ممتلكه من أسهم عادية وأسهم ممتازة لها حق التصويت، عدداً يفوق ما ممتلكه المالكون القدامي.

وعلى الرغم من الإنتقادات التي يمكن أن توجه للأسهم المضمونة، فإن لها عدداً من المزايا، من أهمها؛ كفالة الحماية لمصارف الإستثمار، وضمان التصريف الكامل للإصدار، وإمكانية استخدامها كبديل عن السندات القابلة للتحويل، ومساهمتها في تجنب بعض المشكلات المرتبطة بأسهم أقسام الإنتاج. هذا إلى جانب كونها وسيلة لتخفيض تكاليف نقص المعلومات لدى المستثمرين. ونظراً لارتباط تلك المزايا بالعديد من

الموضوعات التي ستتعرض لها الكتب الثلاثة المكونة للسلسلة، فسوف خطى بقدر من التفصيل.

1) حماية مصارف الإستثمار:

من بين الوظائف التي تقوم بها مصارف الإستثمار – كما سيتضح من الكتاب الثاني – التعهد بتصريف الأوراق المالية التي أصدرتها المنشأة المعنية بسعر متفق عليه. وإذا ما خشى المستثمرون من تعرض القيمة السوقية للسهم المصدر إلى هبوط كبير في أثناء فترة طرحه للبيع السوقية للسهم المصدر إلى هبوط كبير في أثناء فترة طرحه للبيع للجمهور. فإن ثمة إحتمالاً بأن يعيد بعضهم بيع ما سبق أن اشتروه وهو ما يعنى انخفاض الطلب على الإصدار الجديد وتعريض مصارف الإستثمار لخسائر فادحة. ومن المعتقد أن الأسهم المضمونة السعر من شأنها أن تُجنب مصرف الإستثمار جزءاً من تلك الخسائر. إذ قد لا يتوافر الدافع لدى المستثمر لإعادة بيع ما اشتراه في فترة تسويق الإصدار وذلك طالما أن المنشأة ملتزمة في فترة معينة بتعويضه عن انخفاض القيمة السوقية للسهم عندما يصل الإنخفاض إلى حد معين. والنتيجة هي حقيق قدر من الاستقرار للسعر الذي يباع به.

٢) ضمان التصريف الكامل للإصدار:

عادة ما تواجه المنسآت الصغيرة التي تتحول من منسآت خاصة تتداول أسهمها بين عدد محدود من المستثمرين، إلى منشآت عامة تتداول أسهمها في أسواق رأس المال، صعوبة في تصريف ما تصدره من أوراق مالية. فخبرة المتعاملين في أسواق رأس المال تشير إلى أن العائد المرتفع على الإستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت الصغيرة

خققه أقلية من المستثمرين. هم أولئك الذين لديهم معلومات خاصة عما يجري في داخل المنشأة. وبناءً على تلك المعلومات تكون قراراتهم الإستثمارية أكثر صواباً. بمعنى أنهم يستطيعون – إلى حد كبير – تمييز الأوراق المالية المريحة من الأوراق المالية غير المريحة التي تصدرها تلك المنشآت (٤). وبسبب صغر حجم إصداراتها تكون حصة هؤلاء المستثمرين من الأوراق المالية المريحة أكبر من حصتهم من الأوراق المالية غير المريحة. والعكس بالنسبة للمستثمرين الذين لا تتوافر لديهم المعلومات: إذ تكون حصتهم من الأوراق المالية المريحة أقل من حصتهم من الأوراق المالية غير المريحة.

وفي ضوء تلك الخبرات المتراكمة عبر الزمن قد يحجم المستثمرون الذين لا تتوافر لديهم المعلومات. عن توجيه أموالهم للإستثمار في الأسهم العادية التي تصدرها تلك المنشآت. مما قد يؤدي بالتالي إلى رفيض مصارف الإستثمار التعاقد معها على أساس الإلتزام بالتصريف الكامل لإصداراتها. وفي ظل هذه الظروف قد تكون الأسهم المضمونة هي الوسيلة الوحيدة لمواجهة الموقف. فالمستثمرون من غير ذوي المعلومات قد يقبلون على شراء الأسهم المضمونة دون خوف من أن تكون قيمتها مغالياً فيها. إذ لو حدث ذلك فلن تلبث أن تنخفض قيمتها السوقية بعد فترة وجيزة. رما إلى المستوى الذي يُمكنهم من المطالبة بالتعويض على النحو الذي سبقت الإشارة الذي يُمكنهم من المطالبة بالتعويض على النحو الذي سبقت الإشارة اليه. بعبارة أخرى انتقلت مخاطر نقص المعلومات عن المنشأة – في

⁽٤) يقصد بالأورأق المالية المريحة تلك التي تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية, مما يعني وجود فرص مستقبلة لتحقيق أرباح رأسمالية.

ظل الأسهم المضمونة - من المستشمرين الحسماين إلى المالكين الأصليين الذين سيتكبدون قيمة التعويض.

٣) تعدُّ بديلاً مرغوباً للسندات القابلة للتحويل:

تثير سـمات السندات القابلة للتحويل - التي سنعرض لها في القسم الرابع من هذا الفصل - التساؤل عن مـدى إمكانية الإعتماد عليها كبديل للأسهم المضمونة. غير أن هناك من بعتقد عكس ذلك فالأسهم المضمونة هي التي تعدُّ بديلاً مرغوباً عن السندات التي بمكن فويلها إلى أسهم. فالمنشآت العريقة "Mature Corporatin" عادة ما تتخذ قرار تشكيل رأس المال على أساس التوازن بين الوفورات الضريبية وبين تكلفة كل من الإفلاس والوكالة. وإذا ما كانت المنشأة قد ذهبت في الستخدامها للأموال المقترضة إلى الحد الذي وصلت معه إلى حالة التوازن - وهو احتمال غير بعيد - عندئذ يكون من الأفضل تمويل احتياجاتها الإضافية من الأسهم العادية المضمونة بدلاً من السندات، وذلك حتى لا ترجح كفة التكاليف على كفة الوفورات.

أما بالنسبة للمنشآت الجديدة "Young Firms" التي عادة ما لا يكون للتوازن المشار إليه تأثير كبير على قرار تشكيل هيكل رأس المال. فإنها تفيضل الأسهم المضمونة رغبة منها في تخفيض مخاطر الإفلاس، ولإظهار صافي الربح بعد الضريبة بقيمة أكبر، نظراً لأن التوزيعات على عكس فوائد القروض - لا تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة (٥).

⁽٥) من الثابت أن مخاطر الإفلاس تتناسب عكسياً مع عمر النشأة.

يضاف إلى ذلك أفضلية الأسهم المضمونة على السندات القابلة للتحويل. وذلك للمنشآت الصغيرة التي ترغب في توفير الحد الأدنى من صافي الربح اللازم لتسجيل – أو بقاء تسجيل – أسهمها لدى البورصة. وكذا للمنشآت التي تهدف إلى الفوز بعقود حكومية تشترط حداً أدنى من صافي الربح السنوي (1). كذلك، فإن إظهار صافي الربح في صورة أفضل – وهو ما خققه الأسهم المضمونة – من شأنه أن يدعم مركز المنشأة بين المصارف وغيرها من المؤسسات المالية التي تزودها بما ختاجه من قروض.

٤) عِنب مشكلات أسهم أقسام الإنتاج:

عندما أصدرت شركة جنرال موتورز الأسهم العادية من فئة إي (E) وفئة إتش (H) على النحو الذي سبقت الإشارة إليه. حدث تعارض بين مصالح حملة هذين النوعين من الأسهم بسبب أسعار التحويل مصالح حملة هذين النوعين من الأسهم بسبب أسعار التحويل "Transfer Pricing". فارتفاع أسعار خويل السلع والخدمات التي ينتجها قسم أنظمة المعلومات الإلكترونية مثلاً يعد في صالح حملة أسهم ذلك القسم. غير أنه قد يلحق الضرر بحملة أسمهم قسم إنتاج أجزاء الطائرات. وحيث أنه لا يوجد لدى المتعاملين في أسواق رأس المال أي معلومات عن الخطوات التي سوف تتخذها الإدارة مستقبلاً لحل تلك المشكلة. فإن الطلب على أسهم كلا الجموعتين يحتمل أن ينخفض.

⁽¹⁾ فوائد السندات على عكس توزيعات الأسهم تخصم من الربح قبل حسباب الضريبة. وهو ما يعني أن لها أثراً عكسياً على القيمة للطلقة لصافي الربح قبل الضريبة.

ومن المعتقد أنه قد يمكن بجنب الإنخفاض في قيمة السهم – والذي يعد نوعاً من تكلفة الوكالة – لو أن السهم يحمل شرط التعويض. ففي ظل هذا الشرط الجزائي يتوقع أن تتخذ الإدارة العليا قرارات متوازنة في شأن أسعار التحويل. أو في شأن أي مشكلة مماثلة من شأنها أن تؤثر عكسياً على القيمة السوقية للسهم. وذلك بجنباً لدفع التعويض. والنتيجة المنطقية لذلك هو شعور المستثمرين الحتملين بنوع من الإطمئنان قد يتحقق معه الإستقرار في الطلب وفي القيمة السوقية للسهم بالتبعية.

ه) تخفيض تكلفة نقص المعلهمات لدى المستثمرين:

قد يكون لدى الإدارة معلومات شبه مؤكدة عن مستقبل مزدهر للمنشأة، ولكنها لا تستطيع إحاطة السوق بتلك العلومات ربا للاحتفاظ بأسرار المنشأة بعيداً عن أعين المنافسين أو لأي سبب آخر وفي ظل نقص المعلومات "Information Asymmetry" لدى المستثمرين بشأن ذلك الإزدهار يتوقع أن تباع الورقة المالية بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية، وبمثل الفرق نوع من تكلفة الوكالة يطلق عليه تكاليف نقص المعلومات لدى المستثمر "Information Asymmetry" المحتمل. هذا وتختلف نسبة تلك التكاليف باختلاف الورقة المالية، إلا أن من المؤكد أنها تكون أكبر في حالة الأسهم العادية مقارنة بالأسهم المتازة والسندات.

غير أن إصدار الأسهم العادية المصحوبة بضمان حد أدنى للقيمة، يسهم في تخفيض تلك التكاليف. فضمان القيمة - يعد في حد ذاته - إشارة "Signal" غير مباشرة عن مستقبل مزدهر للمنشأة. الأمر الذي

قد يشجع المستثمرين على شراء أسهمها بقيمتها الحقيقية أو بقيمة قريبة منها. يضاف إلى ذلك أنه في ظل المعلومات المتاحبة عن رواح محتمل لن تخشى إدارة المنشأة تكبيد تعويضات. على أساس أن احتمال انخفاض القيمة السوقية للسهم يعد احتمالاً ضئيلاً ولكن ماذا لو أن الإشارة غير المباشرة عن المستقبل المزدهر لم تُفهم من قبل المتعاملين في السوق. وانخفضت القيمة السوقية إلى الحيد الذي يقتضي دفع التعويض؟ حينئذ يُفضّل أن يدفع التعويض نقداً أو في صورة أوراق جارية أو ماليه وليس في صور أسهم عادية أو متازة. وذلك جَنباً لأي آثار عكسية محتملة على حملة الأسهم القدامي. وحتى لا يستفيد حملة الأسهم القدامي. وحتى لا يستفيد حملة الأسهم المضمونة مرة أخرى عندما يحيدث الإزدهار المرتقب وترتفع القيمة السوقية للسهم.

مثل السهم المتاز "Preferred Stock" مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي) له قيمة إسمية, وقيمة دفترية. وقيمة سوقية, شأنه في ذلك شأن السهم العادي. غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم المتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة (٧). وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق, وذلك على نحو مشابه لما سيشار إليه عند تناول السندات.

 ⁽٧) ليس للأسهم المتازة نصيب في الإحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانيات العمومية.

ولحامل السهم المتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية. كما أن له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية للسهم. وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ما أو خققت أرباح ولكن الإدارة قررت عدم توزيعها. حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة، ما لم

يحصل حملة الأسهم المتازة على التوزيعات المستحقة لهم عن سنوات سابقة "Cumulative Stock". ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي خققت فيها أرباح "Non-Cumulative Stock".

تتمتع المنشآت التي تعتمد على الأسهم المتازة في التمويل ببعض المزايا، من أهمها: أنها ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها أرباح. وأن التوزيعات محدودة بمقدار معين. وأنه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها المنشأة من مشكلات عويصة. كذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم المتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الملوكة. وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلة للمنشأة. يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار تلك الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها. أي إعادة شرائها وذلك في مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الإسمية. ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للمنشأة إذ بمكنها الإستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق. وذلك بالتخلص من الأسهم المتازة التي سبق أن أصدرتها وإحلالها

بسندات ذات كوبون منخفض. أو بأسهم متازة ذات معدل ربح منخفض.

وإذا كان للأسهم المتازة كل هذه المزايا فإنها لا تخلو من العيوب، وأول ما يذكر في هذا الصدد ارتفاع تكافتها نسبياً. فتكلفة التمويل بالأسهم المتازة تفوق تكلفة الإقتراض. ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم المتازة - على عكس الفوائد - لا تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة. ومن ثم لا خقق المنشأة من ورائها وفورات ضريبية. يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم المتازة يتعرضون تخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون. ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد. فعلى عكس المقرضين ليس ثمة ما يضمن حصول حملة الأسهم المتازة على عائد دوري. كما أنه في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية يأتي حملة الأسهم المتازة في المرتبة الثانية.

ويعاب على الأسهم المتازة إلزامية التوزيعات. حقاً ليس لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها, إلا أنهم يحتفظون بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح سنة لاحقة. يضاف إلى ذلك عيب ثالث يتمثل في حق حملة هذه الأسهم في التصويت على بعض القرارات من بينها تلك التي تتعلق بفرض قيود على إجراء التوزيعات، كما يكون لهم الحق في التصويت أيضاً عند مواجهة المنشأة لبعض المشكلات، مثل عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء الأسهم المتازة.

إجّاهات جديدة في شأن الأسهم الممتازة

إلى جانب الأسهم المتازة التقليدية هناك الأسهم المتازة ذات التوزيعات المتغيرة، والأسهم المتازة التي لها حق المتصويت وحيث أنه قد تم مناقشة الأسهم العادية الضمونة، فسوف نقتصر هنا على تناول الأسهم المتازة ذات التوزيعات المتغيرة.

الأصل أن التوزيعات على الأسهم المتازة ثابتة بنسبة معينة من القيمة الإسمية للسهم. وفي عام ١٩٨١ ظهر في الولايات المتحدة ولأول مرة نوع جديد من الأسهم المتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزانة "Treasury Bonds" على أن يجرى تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناءً على التغيير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات (ARPS) التغيير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات (ARPS) من الطلب على تلك الأسهم. عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة من الطلب على تلك الأسهم. عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن ٥ر٧٪ من القيمة الإسمية للسهم. وإن كان يشترط أيضاً أن لا تزيد النسبة عن ٥ر١٪ من تلك القيمة.

السندات التي تصدرتنا منشئات الأعمىال:

تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو إتفاق "Indenture" بين النشأة (المقترض) والستثمر (القرض). وبمقتضى هذا

الإتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول. الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد "Mortgage Bonds or Secured Bonds" أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق. كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقترض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الإستحقاق.

ونظراً لأن المستثمر الفرد عادة ما يكون واحداً من آلاف المستثمرين الذين أقبلوا على شراء تلك السندات. وأن مشترياته قد لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار. فإنه لا يستطيع عملياً متابعة استيفاء المنشأة للشروط التي تضمنها العقد. لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون مصرفاً جارياً. يعمل بمثابة وكيل أو حارس أو أمين "Trustee" يوكل إليه بتلك المهمة.

هذا وقد يكون السند لحامله "Bearer Bond" وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل. وفي تاريخ استحقاق الفائدة يتقدم المستثمر للمصرف الختص أي الأمين "Trustee" بالكوبون الرفق لتحصيل قيمة الفائدة. ويطلق على هذا النوع من السندات أيضاً سندات الكوبون "Coupon Bonds". أما السند المسجل باسم المستثمر "Registered Bond" فتدفع عنه الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند. ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبه ضد السرقة أو التلف وما شابه ذلك. إلا أنه غير قابل للتداول على نحو ماثل النوع السابق. أما معدل الفائدة أو معدل الكوبون "Coupon Rate" لكلا

النوعين فتحدده المنشأة في ضوء عدد من المتغيرات، من بينها: مخاطر عدم الوفاء بالإلتزامات في تواريخ الإستحقاق، والمركز الإئتماني للمنشأة، وما إذا كان السنح قابلاً للتحويل إلى سهم عادي، ومستقبل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، والرهونات المتاحة لخدمة الإصدار، وأسعار الفائدة السائدة في السوق، وحجم المنشأة، وما شابه ذلك.

ويأمل مصرف الإستثمار الختص أن يباع السند عند إصداره بالقيمة الإسمية المدونة عليه. وهو ما يتحقق عندما يسود الاعتقاد ببن جمهور المتعاملين في السوق بأن معدل الكوبون يتناسب مع حجم الخاطر التي يتعرض لها الإستثمار في تلك السندات. أما إذا كان الاعتقاد السائد يقضي بأن معدل الكوبون أقل من مثيله لسندات أخرى في ذات المستوى من الخاطر فسوف يباع السند بخصم على قيمته الإسمية At a من الخاطر فسوف يباع السند بخصم على قيمته الإسمية Discount" معدل الخصم مضافاً إليه معدل الكوبون لا بد وأن يساوي على الأقل معدل الكوبون على السندات التي على المستوى نفسه من الخاطر، معدل الكوبون على السندات التي على المستوى نفسه من الخاطر،

أما إذا كان معدل الكوبون للسند أعلى من مثيله لسندات على ذات المستوى من الخاطر، فسوف يباع السند بقيمة أعلى من قيمته الإسمية "At a Premium"، وذلك كنوع من الـتعويض للمنشأة المصدرة. ومن المتوقع أن ترتفع القيمة السوقية للسند إلى المستوى الذي يكون فيه معدل الكوبون مطروحاً منه معدل الزيادة عن القيمة الإسمية، مساوياً لعدل الكوبون للسندات التي على المستوى نفسه من الخاطر، ويوضح

جدول ١-١ الكيفية التي تنشر فيها أسعار تلك السندات في صحيفة وول ستريت.

يشير العمود الأول من جدول ١-١ إلى اسم السند ومعدل الكوبون وتاريخ الإستحقاق. فمثلاً ٩٥٠٨ تعنى أن السند يحمل معدل كوبون ٩٪ وتاريخ استحقاقه في عام ٢٠٠٨. أما ٢٠ ٢٠ فتعني أن معدل الكوبون بي العمود الثاني الإستحقاق سنة ٢٠٠١. أما العمود الثاني فيكشف عن معدل العائد الحالي على الإستثمار"(Current Yield (Yld.)")" وهو عبارة عن نسبة الفوائد مضافاً إليها الأرباح الرأسمالية في تاريخ النشر إلى السعر الذي بيع به السند عند الإصدار. وبالنسبة لحجم التعامل "Volume (Vol.)" في ظهر في العمود الثالث. يتبعه العمود الرابع الذي يشير إلى سعر الإقفال "Close"، فالعمود الخامس الذي يكشف عن نسبة التغير. "Net Chg" في سعر إقفال اليوم عن سعر إقفال الأمس. فمثلاً التغير في سعر أول سند في جدول ١-١ كان _ أ ا بينما كان سعر الإقفال أ ا ١٠١ ما يعني أن سعر إقفال الأمس كان ١٠٣. ولعل القاريء قد لاحظ أن أسعار سندات منشات الأعمال تنشر بكسر لللهم مثلها مثل الأسهم العادية، مع ملاحظة أن الكسر م يظهر بقيمة قدرها ل ، والكسر الذي قيمته كم يظهر بقيمة قدرها لم .

وتتفاوت تواريخ استحقاق السندات, فقد تكون من النوع قصير الأجل (۵ سنوات فأقل) أو من النوع مـتـوسط الأجل (۵ – ۱۰ سنوات) أو طويل الأجل الذي قـد يمتد إلى (۲۰) سنة وربما أكثر. وقد ينص عـقد الإصـدار

على حق المنشأة في استدعاء السند قبل تاريخ الإستحقاق Callable". "Bonds."

تستفيد النشأة من هذا الشرط إذا ما سادت ظروف إقتصادية، ترتب عليها انخفاض في مستوى أسعار الفائدة في السوق عما كانت عليه عند إصدار السندات. فحينئذ تقوم المنشأة باستدعائها وإصدار سندات أخرى بديلة بمعدل كوبون أقل، يتناسب مع مستويات الفائدة السائدة. ولتعويض المستثمر عن الخاطر التي ينطوي عليها الإستدعاء، عادة ما ينص على قيمة للإستدعاء تفوق القيمة الإسمية للسند. ويطلق على الفرق بين القيمتين بعلاوة الإستدعاء "Call Premium". هذا فضلاً عن تعويض مسبق قد يحصل عليه المستثمر في صورة معدل مرتفع للكوبون. وذلك بالمقارنة مع معدل الكوبون على سندات عائلة من حيث الخاطر لكنها غير قابلة للإستدعاء "Non-Callable Bonds".

جدول ١-٠١ الكيفية التي تظهر فيها أسعار سندات منشآت الأعمال في صحيفة وول ستريت

NEW YORK EXCHANGE BONDS

Bonds	Cur Yid Vol.	diah Le	w cl	Se Cho
Days 4574		103		101751
	491 14, 17			10414+
Day1P 17:		313Y# 1		12 -
Deere SV		93%	#374	93V2-3
Deere 730	8 CV 54	7874	78%	9874
DetEd 451	7. 7. 3 25	F 461/4	44	66 4
DetEd 7.1		4 827/4	817/4	82 + ·
	5500 11. 4		741/4	7414-
DelEd . 7%		8-4	84	84 +1
Digit 8509	CV 20			175/2+
Dow SV350	15 11. 30		77V2	77V2+
Dow Strat	36 11.		761/2	76Vx-
DOW SMO			7726	77-54
Dow 114"		7 9634	7634	7636+
		1834	6874	707/4
		15 7P%	79%	
	104 37. 14		7912	11172+
	71. 33, 6		4274	42Va +
	101. 7.7 12		7172	7114
		5 71%	7014	7014+
		\$ 70% 0 75	75	75
	A03: 31. 3	48 967/2	95	7574-1
			10414	10414-
			76Ye	767a+
Dugl 834		2 75%	751/2	75V+
		1017	1017e	10174-1
		5 62	42	62
EasAir 4		5 40	60	40
EasAir 1	17299 CV 3	19 97%	9634	77464
		99 106	105 Ye	10574-
	21497 16.	12 11379	-110	310 -2
		15 11274	1111/6	112%+
EasAir		16 103	107-4	106 +
EKod 1	07 CV 4	2 9344	93Vz	43V2-
Eaton 87	508 EV 1	7 107%	106 %	197%+
ElPai 12	45397		,	

وعادة ما تودع المنشأة أقساطاً سنوية "Sinking Funds" لدى مصرف الإستثمار الختص تسمح لها مستقبلاً بإجراء عملية الإستدعاء. أما إذا لم يتم استدعاء السندات أو كانت السندات غير قابلة للإستدعاء حينئذ ينبغي أن تكون الأقساط المتجمعة كافية لرد قيمة السندات بالكامل في تاريخ الإستحقاق. وإلا تعرضت المنشأة لخاطر الإفلاس. وغني عن البيان فيما إذا كانت السندات غير قابلة للإستدعاء فإنه يمكن استهلاك جزء منها على الأقل. وذلك بشرائها مباشرة من السوق بالسعر السائد.

وإذا ما أصدرت المنشأة سندات بضمان بعض الأصول. حينئذ يكون لحاملها الأولوية في استرداد مستحقاته من الأصل المرهون First" Mortgage. وإذا ما صدرت فيما بعد مجموعة أخرى من السندات (إصدار آخر) بضمان ذات الأصول فإن حقوق حملتها تأتي في المرتبة الثانية "Junior Mortgage". وإذا ما تعرضت المنشأة للإفلاس. وترتب على إعادة تنظيمها إصدار سندات جديدة فيكون لحملة تلك السندات (السندات الجديدة) الأولوية في استرداد مستحقاتهم متقدمين على حملة السندات التي صدرت قبل التعرض للإفلاس "Prior Line Bonds"

إنجاهات جديدة في شأن السندات:

اً ستحدثت في العشرين سنة الأخيرة أنواع جديدة من السندات. لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية بصورة أو أخرى. فثمة سندات لا عمل كوبوناً. وأخرى ذات معدل فائدة متحرك، والسندات ذات الدخل. والسندات منخفضة الجودة، وسندات الشاركة.

أما السندات التي لا خمل معدلاً للكوبون "Zero compon Bonds" فإنها تباع بخصم على القيمة الإسمية. على أن يسترد للستثمر القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق. كما بمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ الإستحقاق. وبمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الإسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر. وعلى الرغم من أن المستثمر لا يحصل على الفوائد إلا عند خقيقها أي عند تاريخ الإسمية الإسمية والإستحقاق أو عند البيع. فإن مصلحة الضرائب خصل على مستحقاتها السنوية وذلك بناءً على معدل العائد السنوي الذي يتم مستحقاتها السنوية وذلك بناءً على معدل العائد السنوي الذي يتم في مؤلفات الإدارة المائية.

وفيما يتعلق بالسندات ذات معدل الفائدة المتحرك Floating Rate"

"Bonds" فقد استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، بما ترتب عليها انخفاض القيمة السوقية خاصة للسندات طويلة الأجل. بشكل ألحق بحامليها خسائر رأسمالية كبيرة. وعادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر. على أن يعاد النظر فيه دورياً كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق.

وبالنسبة للسندات ذات الدخل "Income Bonds". فإنها تواكب إلى حد بعيد إحتياجات المصارف الإسلامية: إذ لا يجوز لحامليها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم خمقق فيها المنشأة أرباحاً. ومع هذا. فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح. وذلك من أرباح سنة لاحقة Cumulative" من "Cumulative قيما قد ينص على ضرورة قيام المنشأة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ استحقاقها Sinking" "Sinking إلى أسهم عادية.

أما بالنسبة للنوع الرابع وهي السندات الرديئة (متواضعة الجودة) "Junk Bonds" فقد استحدثت في الثمانينات لتصويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال المنشأة "Leveraged Buyout" التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جزء من أسهمها المتداولة في السوق. وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الملوكة. بشكل يجعل الإستثمار في في تلك السندات محفوفاً بقدر كبير من الخاطر. وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون الذي خمله مرتفعاً ليعوض المستثمر عن تلك الخاطر وذلك على النحو الذي سنشير إليه في الكتاب الثاني من هذه السلسلة. وأخيراً، تعطى سندات المشاركة "Participating Bonds" المستثمر الخق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح النشاة.

الأوراق الماليحة القابلحة للتحويل:

يقصد بالأوراق المالية القابلة للتحويل "La أسهم عادية. إذا ما السندات والأسهم المتازة التي يمكن قويلها إلى أسهم عادية. إذا ما رغب حاملها في ذلك. وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للإستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على قويلها إلى أسهم عادية. وبالطبع لا يتوقع التلويح باستخدام شرط الإستدعاء إلا عندما تكون قيمة التحويل "Conversion Value" ويقصد الإستدعاء "Call Price" ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل. وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل "Conversion Price" إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الإسمية للسند أو السهم المتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل. وفي ضوء هذه العلاقة. فإن معدل التحويل يتمثل في ناخ قسمة القيمة الإسمية للسند على سعر التحويل. وفي ضوء هذه العلاقة. فإن معدل التحويل يتمثل في ناخ قسمة القيمة الإسمية للسند على سعر التحويل.

ولتوضيح ما تعنيه تلك المصطلحات دعنا نفترض أن القيمة الإسمية للسند ١٠٠٠ جنيه, وأنه يمكن تحويله إلى ٥ أسهم. حينئذ يكون معدل التحويل ٥ أسهم للسند الواحد, أما سعر التحويل فيبلغ ١٠٠٠ جنيه (١٠٠٠ جنيه أسهم). وإذا ما كانت القيمة السوقية للسهم العادي للمنشأة المعنية ١١٠ جنيهاً. فإن قيمة التحويل تكون للسهم العادي المنشأة المعنية ١١٠ جنيهاً. فإن قيمة التحويل القيمة السوقية للسهم العادي ١٩٠ جنيهاً. فتكون قيمة التحويل للسند ٩٥٠ السهم العادي ١٩٠ جنيهاً. فتكون قيمة التحويل للسند ٩٥٠

جنيهاً. وبالطبع لا يتوقع حويل السندات إلى أسهم إلا إذا كانت قيمة التحويل. التحويل.

ومن المتوقع أن تكون القيمة السوقية للورقة القابلة للتحويل أعلى من قيمة التحويل وقت الإصدار. وإلا قام مشتزي تلك الورقة بتحويلها إلى أسهم بمجرد شرائها من بنكير (مصرف) الإستثمار الختص. وبمثل الفرق علاوة التحويل "Conversion Premium". فلو أن السند القابل للتحويل يباع عند إصداره بقيمته الإسمية التي تبلغ ١٠٠٠ جنبهاً. وأن القيمة السوقية للسهم العادي وقت إصدار تلك السندات ١٨٠ جنيه. وأن معدل التحويل ٥ أسهم للسند الواحد، حينئذ تكون قيمة التحويل وأن معدل التحويل ٥ أسهم للسند الواحد، حينئذ تكون قيمة التحويل.

هذا ومن المتوقع أن يترتب على خويل تلك الأوراق زيادة في عدد الأسهم العادية ما يعرض المالكين القدامي (حملة الأسهم العادية الأصلية) مخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية التي يمتلكونها "Dilution". غير أن على هؤلاء المالكين أن يدركوا أن الإنخفاض الذي يطرأ على ربحية السهم العادي نتيجة لزيادة عدد الأسهم يعوضه - ولو جزئياً - زيادة في تلك الربحية نتيجة لزيادة صافي الربح المتاح لحملة تلك الأسهم؛ إذ لم تعد هناك فوائد تدفع أو أرباح توزع على حملة السندات أو الأسهم المتازة التي ثم خويلها إلى أسهم عادية.

يضاف إلى ذلك أن التخلص من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت -

الأسهم المتازة أو السندات التي قولت إلى أسهم عادية - يترتب عليه انخفاض الخاطر المالية "Financial Risk" التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية. ويؤدي بالتالي إلى قسين في القيمة السوقية للسهم، مما يعوض المالكين القدام و و جزئياً - عن الإنخفاض الذي طرأ على تلك القيمة نتيجة لزيادة عدد الأسهم العادية (^).

ولا تقتصر عبوب الأوراق المالية القابلة للتحويل على مخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية للمالكين القدامى. بل هناك الخاطر التمويلية أيضاً. فاحتمال عدم ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي لمستوى يشجع المستثمرين على التحويل خلال الفترة المتوقعة. قد يفهم من قبل المتعاملين في السوق على أنه مؤشر على انخفاض مستوى أداء المنشأة عما كان متوقعاً. الأمر الذي قد يترك أثراً غير مرغوب على قدرتها على تدبير موارد مالية مستقبلاً

أما أهم مزايا التحويل فتتمثل في تأجيل التأثير السلبي على كل من الربحية والـقيمة السوقية للسهم العادية. والذي كان يمكن أن يحدث مبكراً لو أن المنشأة أصدرت أسهماً عادية من البداية. هذا فضلاً عن أن تكلفة الأوراق المالية القابلة للتحويل عادة ما تكون أقل مقارنة بأوراق مالية عائلة لكنها غير قابلة للتحويل، وهو ما يعني في النهاية انخفاض متوسط تكلفة الأموال. وتعد هذه الميزة ذات أهمية للمنشآت التي تتصف بانخفاض تصنيفها الإئتماني Low Credit

 ⁽A) حقاً سوف يضيع على الملاك الوفورات الضريبية على فوائد السندات. إلا أن تلك الوفورات مكن تعويضها ولو جزئياً بالإرتفاع في القيمة السوقية للسهم.

"Rating في الوت الذي يتوقع لها معدلات نمو مبشرة في المستقبل. ذلك أن من شأن حق التحويل أن يزيد أو يقلل من مخاوف المستثمرين المحتملين إزاء انخفاض القدرة الإئتمانية للمنشأة. أي ضعف قدرتها على الوفاء بالتزاماتها فجاه حملة تلك الأوراق. لماذا؟ لأنهم يدركون أن من حقهم خويل تلك الأوراق مستقبلاً إلى أسهم عادية. وهذه الأسهم يتوقع أن تدر عائداً مرتفعاً عندما يتحقق النمو المنتظر. ونتيجة لتلك المزايا قد تستطيع المنشأة إصدار بلك الأوراق بمعدل كوبون (في حالة السندات) أو بنسبة أرباح (في حالة الأسهم الممتازة) معقولة. وهو ما يعني تخفيض في تكلفة الأموال. وغني عن البيان أنه إذا لم تكن تلك الأوراق معدل التحويل. لما انخفضت مخاطر الوفاء واضطرت المنشأة لرفع معدل الكوبون أو نسبة الأرباح لتتناسب مع حجم تلك الخاطر.

وبالنسبة للمستثمر عليه أن يدرك أن إعطائه حق الإختيار بين الإبقاء على الورقة بالصفة التي صدرت بها (سهم ممتاز أو سند) أو خويلها إلى سهم عادي من دون تكلفة. ذلك أن الأوراق المالية القابلة للتحويل عادة ما تباع بسعر أعلى من مثيلتها من الأوراق التي لا تعطي لحاملها هذا الحق. غير أنه يدرك أيضاً أن للحق المذكور ميزة أساسية وهي التغطية في مواجهة للستقبل "Hedging Against the Future". فلو أن القيمة السوقية للسهم العادي قد ارتفعت إلى المستوى الذي جعل القيمة السوقية للورقة القابلة للتحويل مساوية أو قريبة من قيمة التحويل السوقية التحويل الكاسب. أما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم العادي في محدد لا يتعداه. يتمثل في قيمة التحويل للورقة القابلة للسهم العادي فان قيمة التحويل للورقة القابلة للسهم العادي فان قيمة التحويل للورقة النخفض لكن إلى مستوى محدد لا يتعداه. يتمثل في قيمة

الورقة كسند أو سهم متاز غير قابل للتحويل.

ولتوضيح الفكرة إفترض أن مستثمراً ما عتلك سنداً قابلاً للتحويل قيمته الإسمية ١٠٠٠ جنيه. ويحمل كوبوناً معمله ١٠٠٪. ويستحقه بعد ١٠ سنة. إفترض كذلك أنه إذا لم يكن للسند ميزة التحويل فإن المستثمرين في العسوق لن يقبلوا على شرائه. إلا إذا خَفق من ورائه عائداً "Yield to Maturity" معدله ١١٪ على الأقل. وهو ما يمثل العائد المطلوب على الإستثمار. وهذا لن يحدث إلا إذا اشترى السند المذكور بسعر أقل من قيمته الإسمية. طالما أن معدل الكوبون أقل من معدل العائد المطلوب. ويتحدد ذلك السعر بالقيمة الحالية للتدفيقات النقدية المستقبلة (الفوائد السنوية والقيمة الإسمية في تاريخ الإستحقاق) مختصومة بمعتدل ١٢٪. وهي تعادل ٨٥١ جنبهاً تقريباً. والآن سنفترض أسوأ الظروف وهي أن القيمة السوقية للسهم العادي بقيت عند سعر لا يشجع على التحويل. هذا يعنى ضمناً أن السند لم يعد قابلاً للتحويل. ويعامل معاملة السند العادي ومن ثم يباع بسعر ٨٥١ جنيهاً، ويتحقق لحامله عائداً معدله ١٢٪.

ولإثبات أن شراء السند بتلك القيمة يحقق العائد المشار إليه، مكن تطبيق فكرة معدل العائد الداخلي التي عادة ما يشار إليها في مؤلفات الإدارة المالية، إذ سيتضح أن ١١٪ هو معدل العائد الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن السند (الفوائد إضافة إلى القيمة الإسمية) تساوي قيمته الحالية، أي القيمة التي قبل المستثمر شراءه بها وهي ٨٥١ جنيهاً.

الخلاصصاة

تعد الأوراق المائية محور التعامل في أسواق رأس المال وبعض أسواق النقد. وتتعامل أسواق رأس المال في الأوراق المالية طويلة الأجل وفي مقدمتها الأسهم والسندات. أما أسواق النقد فتتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل. وإذا كانت أسواق النقد بطبيعتها هي أسواق مبعثرة مثل المصارف التجارية وبيوت السمسرة التي تتعامل في تلك الأوراق. فإن أسواق رأس المال قد تكون مبعثرة وهي الأسواق غير المنظمة، أو غير مبعثرة أي متواجدة في مكان واحد وهي الأسواق المنظمة أي البورصات.

وبصرف النظر عن كون الورقة المالية قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، فعادة ما يكون لها سوق أول وسوق ثان (ثانوي). ويقصد بالسوق الأول الجهة التي يعهد لها بإصدار الورقة وتسويقها أي بيعها للجمهور لأول مرة مثل مصارف الإستثمار. والمصارف المركزية ورما المصارف التجارية في بعض الدول. أما السوق الثاني فيقصد به السوق الذي تتعامل في تلك الأوراق فيما بعد أي السوق الذي يلجأ إليه حامل الورقة لبيعها. أو يلجأ إليها المستثمر المحتمل بغرض شرائها. هذا وقد يكون للورقة سوق ثالث وسوق رابع على النحو الذي سيشار إليه في الكتاب الثاني.

الفصل الثاني الأوراق الماليـــة الأخــرى

تناولنا في الفصل الأول الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال الفورية. وقد أشرنا حينذاك إلى أن الأوراق المتداولة في تلك الأسواق هي الأوراق المالية طويلة الأجل. والتي تتمثل في الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال. إلى جانب أنواع معينة من الأوراق المالية الحكومية. ومع هذا فقد آثرنا أن يقتصر الفصل الأول على تناول ما تصدره منشآت الأعمال من تلك الأوراق. على أن تُعرض الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الحكومة في الفصل الثاني. ويرجع هذا إلى ثلاثة أسباب: أولها أنه بينما تعتبر الأسهم والسندات التي تصدرها فأن نوعية السندات التي تصدرها فأن نوعية السندات الحكومة التي تتداول في تلك الأسواق رأس المال في العالم كافة. فإن نوعية السندات الحكومية التي تتداول في تلك الأسواق رأس المال المنوق إلى آخر. أما السبب الثاني فيتمثل في أن نصيب أسواق رأس المال المنظمة (البورصات) من الأوراق المالية الحكومية يعد ضئيلاً. فضلاً عن المنظمة (البورصات) من الأوراق المالية غير النشطة. وأخيراً، يكمن المسبب الثالث في رغبة المؤلف في إحداث نوع من التوازن بين محتويات الفصول المكونة لهذا الكتاب.

وهكذا, وفي ضوء شكل ١-١ الذي سبقت الإشارة إليه في الفصل الأول، سوف يستكون الفصل الثاني الذي نحن بصدده من أربعة أقسام. في القسم الأول نعرض للأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل التي تتداول في أسواق رأس المال، إضافة إلى تلك التي يحتكر البنك المركزي أو

وزارة الخنزانة تداولها. و في القسم الثاني نعرض للأوراق المالية التي تتداول في أسواق النقد. أما القسم الثالث فسوف يخصص للأوراق المالية المتداولة في أسواق الإختيار. وأخيراً، سوف يُكرس القسم الرابع لأنواع جديدة من الأوراق المالية. هي الأوراق المالية المُخلقة والتي تتمثل في اتفاقات مالية أمكن حويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

الأوراق الماليـة الحكوميـة المتحاولـة فــيـــ اســواق راس المــال:

يقصد بالأوراق المالية الحكومية "Government Securities" صكوك المدبونية المتمثلة في السندات وما يماثلها، والتي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة المتضخم. وفي الدول المتي تأخذ بنظام الحكم المحلي قد لا يقتصر حق إصدار تلك الأوراق على الحكومة المركزية، إذ قد يمارس ذات الحق أيضاً بواسطة الحكومات الحلية.

وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزية على أنها أكثر جاذبية؛ إذ عادة ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي، وهو ما يندر أن يتحقق للأوراق المالية التي تصدرها الحكومات الحلية. يضاف إلى ذلك تضاؤل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله. فالحكومة المركزية عكنها زيادة مواردها المالية لمواجهة خدمة الديّن عن طريق إصدار المزيد من أوراق البنكنوت، أو عن طريق فحرض ضرائب جحيدة. أما الحكومات

الخلية فليس من حقها إصدار أوراق سنكنوت. كما أن قدرتها على فرض المزيد من الضرائب عادة ما تكون محدودة. ويحدثنا التاريخ عن حالات عديدة تعرضت فيها حكومات محلية في الولايات المتحدة نخاطر الإفلاس وفي مقدمتها حكومة مدينة نيويورك وحكومة مدينة سينسناتي بولاية أوهايو - نتيجة لعدم قدرتها على تدبير الأموال اللازمة لخدمة ما عليها من ديون. لذا فقد عصدت بعض الحكومات الحلية في الولايات المتحدة إلى التأمين على السندات التي تصدرها "Insured Bonds" وذلك لخلق جو من الثقة بين المستثمرين مما قد يسهم في خلق سوق في طلق بوق المؤلفة نوعاً ما لتلك الأوراق.

ورغبة في إثراء معرفة القارىء سوف يعرض هذا القسم للأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الحكومة المركزية (الفيدرالية) الأمريكية، إضافة إلى ما تصدره حكوماتها الحلية. وذلك على اعتبار أن الولايات المتحدة هي أكثر الحكومات في العالم استخداماً للقروض. ومن ثم فقد تعددت وتنوعت الأوراق المالية التي تصدرها حتى تستطيع جذب أكبر عدد مكن من المستثمرين الحتملين. هذا وإذا كان القسم الذي نحن بصدده سوف يقتصر على ما تصدره الحكومة (المركزية أو الحلية) من الأوراق المالية الأجل، التي تتداول في أسواق رأس المال أو التي يحتكر البنك المركزي أو وزارة الخزانة تداولها، فإن القسم الثماني سوف يتضمن ما تصدره الحكومة من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تتداول في سوق النقد.

أولاً: الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزية:

يمكن تصنيف الأوراق التي تصدرها الحكومة المركزية إلى أوراق مالية ختكر وزارة الخزانة تداولها. وأوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال.

١) الأوراق المالية التي خُتكِرها وزارة الخزانة:

يقصد بتلك الأوراق السندات الإدخارية "Saving Bonds" وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، كما لا يجوز خاملها رهنها لصالح غيره. وتُشترى تلك السندات من وزارة الخزانة فقط، التي هي أيضاً المكان الوحيد الذي يلجأ إليه حاملوها لاسترداد قيمتها في أي وقت يريدون. وتعد هذه السندات الإصدار الحكومي الوحيد – في الولايات المتحدة – الذي لا يتداول سواء في الأسواق المنظمة أو في الأسواق غير المنظمة.

ويحصل حامل السند الإدخاري على معدل فائدة متغير يرتبط معدله بعدل الفائدة على نوع آخر من السندات التي تصدرها وزارة الخزانة, وذلك بشرط أن لا يقل ذلك العائد عن نسبة معينة. ويُستثنى المستثمرون الذين يرغبون في استرداد قيمة السند مبكراً, ومن ثم قد يصبحون عرضة للحصول على عائد قد يقل عن الحد الأدنى المشار إليه. هذا مع ملاحظة أن الفائدة على تلك السندات تتمثل في الفرق بين السعر الذي أشتري به السند وبين القيمة التي يحصل عليها المشترى عند رغبته في استرداد قيمته من وزارة الخزانة.

ولتشجيع المستقمرين على الإبقاء على السند لأطول فترة مكنة عادة ما يوضع هيكل لقيمة الإسترداد, يزداد بمقتضاه معدل الفائدة كلما طالت فترة الاحتفاظ به. وإذا ما احتفظ المستقمر بالسند حتى تاريخ الإستحقاق – وهو عادة خمس سنوات أو عشر سنوات من تاريخ الإصدار – حينئذ يكون له الحق في استرداد قيمته الإسمية بالكامل.

١) الأوراق المالية القابلة للتداول:

تصدر تلك الأوراق من البنك المركزي وفروعه الختلفة. ويتداول بعضها في أسواق رأس المال المنظمة ويتداول بعضها الآخر في الأسواق غير المنظمة من خلال سلماسرة وجار الأوراق المالية. وتتميز تلك الأوراق عن سابقتها - السندات الإدخارية - في أن العائد لا يقتصر فقط على معدل الفائدة المحدد بل يتضمن كذلك الأرباح الرأسمالية "Price Appreciation" التي يمكن خقيقها.

وعادة ما تنسشر الصحف في الدولة المعنية معلومات عن تلك الأوراق مثل تاريخ الإستحقاق، ومعدل الكوبون، والتغير في القيمة السوقية عما كانت عليه في اليوم السابق (يقصد مقدار الزيادة أو النقص بين آخر سعر طرح لشراء الورقة "Yield" بالأمس، وبين آخر سعر طرح لشرائها اليوم) والعائد "Yield" الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه اشترى الورقة بالسعر السائد وقت النشر في الصحف واحتفظ بها حتى تاريخ الإستحقاق. كما قد يتضمن النشر كذلك سعرين لكل ورقة: الحد الأقصى للسعر يتضمن النشر كذلك سعرين لكل ورقة: الحد الأقصى للسعر

الذي يبدي التاجر استعداده لشراء الورقة "Bid Price" والحد الأدنى للسعر الذي يقبله لبيع تلك الورقة "Asked Price". ويمثل الفرق بين السعرين المدى أو الهامش "Spread" الذي يحصل عليه التاجر في مقابل خلق سوق دائم للورقة بما يتبح لحاملها وجود مُشتر لها. كما يتبح للراغب في شرائها فرصة دائمة لاقتنائها. هذا ويطلق على سعر الشراء وسعر البيع لورقة ما. بالسعر المعلن "Quoted Price".

وعادة ما تظهر الأسعار في الصحف بكسر إلى من الـ ١٪ من القيمة الإسمية المدونة على السند. وملاحظة أن الكسر العشري الذي تظهر به الأسعار في الصحف, هو في حقيقة أمره كسر اعتياري مقامه الرقم ٣١. بمعنى أنه إذا أعلن عن ورقة مالية ما بسعر ١١٠ ٨. فإن هذا الرقم يعنى أن قيمتها السوقية تعادل ما بسعر ١١٠ من قيمتها الإسمية. فإذا كانت القيمة المدونة عليها ١٠٠ دولار. فإن سعرها في السوق يساوي حينئذ ١٠٠٥ دولار. إذا ما أشارت الصحف إلى أن السعر قد تغير "(Change (Chg)" عن اليوم السابق بزيادة قدرها + ١٤٠٤، فإن هذا يعني أن سعرها قد زاد بما يعادل ١٤ في المائة أي ٧٥٪ عن سعرها السائد لحظة الإقفال في اليوم السابق. ويوضح جدول ١-١ الكيفية التي تنشر فيها أسعار الكياب السندات في جريدة وول ستريت.

جـــدول ٢ - ١ الكيفية التي تظهر فيها أسعار السندات الحكومية في صحيفة وول ستريت

TREASURY BONDS, NOTES & BILLS

Friday, September 9, 1988
Representative Over-the-Counter quotations based on transactions of 11 million or more as of 4 p.m. Eastern time.

Hyphens in bid-and-asked and bid changes represent 20xis; 101-01 means 101 1/22. a-Plus Vol. b-Yield to call data. d-Minus Vol. k-Honresident allens exempt from with-holding taxes. n-Treasury notes, p-Treasury note; noncesident allens exempt from withholding taxes.

Source: Bloomberg Financial Markets

115 1	TREAS	ury bond	ם אגו	MOLER		
Mede	1 4574	444			Bid	
Rate	Mail	. Dale		Bid /	isked Chg.	
674	1968	Z:3 D		11-25	99-31+ 81	
17%	1996	Ser p		100-64	105-07	6.3
15%	1901	Oct 1		144-17	M-3- 전	7.78
CV	2000	Ma			33	2.42
	7788	How p			99-22+ 81	7.5
44	1982	Nov B			105-05	7.42
8%					100-04 61	7.64
874	1988	NOV P			100-21- 91	7.43
11%	1968	NOV II			100-22- 17	
10%	1700	Dec 9		44.23	24 MA 61	
4%	3003	Dec #			19-12+ 81	
44	3997	Jan p			102-07- 10	
WW	7989	Jan n		84 46	100-02+ 01	
	1789	Feb 3		00.00	99-09	
4%	1989	Feb p		101 00	101-13 01	
11%	1989	Feb n		943 44	101-24	7.91
1114	1999	MAP p		86.89	99-07+ 0	
#	1989	Mar p		86.16	99-14	2.03
7%	1947	ACT P		244 11	103-20- 14	
1414	1989	Apr n			99-08+ 0	
175	1989	May p			100-21+ 0	
14	1999	May B			99-29	0.11
	1989	May p			102-10- 0	
111	1989	Way 0		A6 34	39-14+ 0	
7%	1989	Jun p		3.02	101-04+ 9	
7%	1989	Jun p	40044000	, INT	161-64 A B	

يشير العمود الأول في جدول ١-١ إلى معدل "Rate" الكوبون الذي يحمله السند، بينما يشير العمود الثاني إلى تاريخ الإستحقاق "Issue Mat"، أما العمودان الثالث والرابع فيشيران إلى السعر الذي يدفعه التاجر لشراء السند "Bid" ثم السعر الذي يحشف عن يحشف عن التغير في سعر الشراء "Bid Chg". يلي ذلك العمود الخامس الذي يكشف عن التغير في سعر الشراء "Bid Chg" ما بين سعر إقفال الأمس

واليوم. أما العصود الأخير فيوضح المعدل الحالي للعائد على الإستثمار في تلك السندات "YLd". والذي يتمثل في نسبة الفوائد السنوية إلى القيمة السوقية للسند. ويقصد بالقيمة السوقية القيمة التي يُشترى بها السند، وهو ما يشير إليه جدول الساد.

ف مثلاً في الجدول ١-١ السند الأخير الذي كان يستحق في يونيو ١٩٨٩ يحمل معدل كوبون قدره هـ ٩ ٪ من قيمته الإسمية. أما سعر الشراء "Bid" فهو ١٠١ بمعنى أن السند الذي قيمته الإسمية ١٠٠ دولار يُشترى في السوق بسعر ١٠١ دولاراً. أماإذا كانت قيمته الإسمية ١٠٠ دولار فيشترى بسعر ١٠١ دولاراً. وبالنسبة لسعر البيع "Asked" فيبلغ ٤٠-١ أي الما أي الما الما الما أن السند الذي قيمته الإسمية ١٠٠ أي الما السوق بسعر ١٠١ دولار يباع في السوق بسعر ١١١ دولاراً. أما إذا كانت القيمة الإسمية ١٠٠ دولار يباع في دولار فيباع بسعر ١٠١ دولاراً. هذا وتنشر أسعار السندات التي تصدرها الحكومات الحملية بالطريقة نفسها.

وفي كثير من الأحيان تكتفي الصحف بإظهار سعر واحد للورقة. وهو السعر الذي نُفذت به آخر عملية شراء أو بيع "Execution Price" وذلك رغبة في التبسيط على المستثمر الذي يتابع حركة الأسعار. وأيضاً لإخفاء مقدار العمولة التي يحصل عليها التاجر والتي يمكن حسابها بطرح القيمة التي تُشترى بها "Bid Price" الورقة من القيمة التي تباع بها "Asked Price".

الأجل التي تصدرها الحكومة الركزية (الفيدرالية) الأمريكية. والتي تتداول في أسواق رأس المال. ونقصد بها سندات الخنانة، والسندات بدون كوبون. ثم الإصدارات الخاصة.

أ) سندات الخزانية:

تمثل سندات الخزانة "Treasury Bonds" إستثماراً متوسطاً وإستثماراً طويل الأجل: إذ يتراوح تاريخ استحقاقها بين سبع سنوات وثلاثين سنة. ولحامل السند الحق في أن يتصرف فيه لطرف الثالث دون الإنتظار حتى تاريخ الإستحقاق. ويمتد ذات الحق للحكومة إذ قد ينص في قانون إصدار ثلك السندات على المكانية استدعاء السند بقيمة وبتاريخ أو تواريخ محددة سلفاً. وعادة ما تنشر الصحف تلك المعلومات لكي يستفيد منها المستثمر الحتمل. فاذا كان تاريخ الإستحقاق هو سنة ١٠١٥ وتاريخ الإستحقاق هو سنة ١٠١٥. على النحو التالي ١٠ - ١٠٠١. حينئذ يظهر التاريخان في الصحف على النحو التالي ١٠ - ١٠١٠.

وإذا كان السند – القابل للإستدعاء – يباع في السوق بقيمة تفوق قيمته الإسمية "Par Value" فإن العائد المتوقع للإستثمار فيه يحسب حتى أقرب تاريخ محتمل للإستدعاء. أما إذا كان السند يباع بقيمة أقل من قيمته الإسمية، فإن العائد يحسب حتى تاريخ استحقاق "Yield to Maturity" السند. لماذا؟ إن كون السند يباع بقيمة تفوق قيمته الإسمية يعني أن معدل الكوبون الذي يحمله يفوق معدلات الفائدة السائدة في السوق، ومن ثم يصبح من المتوقع أن تقوم الحكومة باستدعائه وإحلاله بسند آخر

يحمل معدل كوبون أقل. أما كون السند بباع بقيمة أقل من قيمته الإسمية، فإن هذا يعني أن معدل الكوبون أصبح أقل من معدلات الفائدة السائدة في السوق، ومن ثم يصبح من غير المتوقع قيام الحكومة باستدعائه.

وتتباين طرق حساب العائد المتولد عن الإستثمار في تلك السندات بتباين توقيت التخلص منها. ففي حالة التفكير في شراء السند بغرض الاحتفاظ به حتى تاريخ الإستحقاق Yield to "Yield to العائد المتوقع باستخدام فكرة معدل العائد الداخلي. أي بإيجاد المعدل الذي تتساوى عنده القيمة الحالية لكل السوقية التي يتوقع دفعها لشراء السند. مع القيمة الحالية لكل من الفوائد السنوية والقيمة الإسمية التي سيتم الحصول عليها في تاريخ الإستحقاق.

ب) سندات بلا كوبسون:

مناك الكثير من صغار المستثمرين الذين يرغبون في توجيه أموالهم إلى شراء سندات حكومية – نظراً لتميزها بانخفاض الخاطر – إلا أنهم قد يعزفون عن ذلك للضالة النسبية لما يمتلكونه من موارد مالية مقارنة بالقيمة التي يباع بها السند. ورغبة في جذب هؤلاء المستثمرين الحتملين، إلجه عدد من مصارف الإستثمار التي تتولى إصدار الأوراق المالية مثل مؤسسة ماريل لينش "Salomon Brothers" ومؤسسة سالون إخوان "Salomon Brothers" إلى شراء سندات حكومية بمئات الملايين، ثم إعادة بيعها لهؤلاء

المستشمرين على شكل حصص "Shares" تصدر بها شهادات ملكية. وقد تمثل الحصة سنداً كاملاً أو جزءاً منه (1). وفي هذه الصفقات يتم تسعيره بقيمة تزيد عن القيمة التي الشتري بها. وبغطي الفرق التكاليف والعائد الذي يحققه مصرف الإستثمار في مقابل تمكين المستثمارين من توجيه أموالهم إلى الجالات التي يفضلونها.

ويطلق على الشهادة الدالة على الحصة في مجموعة السندات التي تتعامل فيها مؤسسة ماريل لينش (تيجرز) أي إيصالات الخزانسة لإنماء الإستثمار Growth Receipt"

أما مؤسسة سالون إخوان "Salomon Brothers" فتطلق علي مؤسسة سالون إخوان "Salomon Brothers" عليها (كاتس) أي شهادات التراكم على الأوراق المالية التي "Certificates of Accrual on Treasury تصدرها وزارة الخرانة Securities (CATS)" (CATS) الأمريكية. ولنا عودة لتلك الشهادات وذلك في القسم الأول من الفصل الثالث.

وعادة ما تأتمن المؤسسة المعنية أحد المصارف التجارية على السندات التي اشترتها. ثم تصدر المؤسسة في مقابلها سلسلة من الشهادات أو إيصالات الملكية التي حمل تواريخ إستحقاق

⁽۱) تمارس مصارف الإستثمار نشاط السمسرة والتجارة, وذلك إلي جانب نشاط إصدار الأوراق للالية.

متباينة حتى يبجد كل مستثمر بغيته. ولا يباع الإيصال أو الشهادة بالقيمة الإسمية المدونة عليه, بل يباع بخصم يتزايد كلما طال تاريخ الإستحقاق، الذي عنده يحصل حامله على القيمة المدونة. ويمثل الفرق بين قيمة شراء الإيصال وقيمة المتحصلات من بيعه الفائدة التي يحققها المستثمر. بعبارة أخرى لا يحصل المستثمر على أي عائد خلال حيازته للشهادة أو الإيصال. لذا يطلق على تلك الحصص بالأصفار "Zero". وليس من الضروري بالطبع أن يحتفظ المستثمر بالإيصال حتى تاريخ الإستحقاق إذ بالطبع أن يحتفظ المستثمر بالإيصال حتى تاريخ الاستحقاق إذ الأسواق غير المنظمة.

ورغم جاذبية الإستثمار في تلك السندات. إلا أنه يعاب عليها التزام المستثمر بإضافة عائدها السنوي في إقراره الضريبي. على الرغم من أن العائد لا يتحقق بالفعل إلا في تاريخ الإستحقاق الذي قد يكون لاحقاً لتاريخ تقديم الإقرار. أما كيفية حساب العائد فتتم باستخدام فكرة معدل العائد الداخلي: إذ يتمثل الإستثمار المبدئي في القيمة المدفوعة لشراء الإيصال. أما التدفقات النقدية المستقبلة فتتمثل فيما سوف يحصل عليه المستثمر في تاريخ الإستحقاق أي القيمة المدونة على الإيصال أو الشهادة.

٣) الإصدارات الخاصة:

تتضمن الإصدارات الخاصة "Special Issues" الأوراق المالية التي تصدرها وزارة الخزانة، والتي لا تباع للجمهور. بل تباع إلى منظمات

حكومية لديها أموال ترغب في استثمارها. ومن الأمثلة على تلك المنظمات الهيئات القائمة على استثمار الأموال الخصومة من مرتبات موظفي الدولة بغيض تغطية تأمين نهاية الخدمة "Retirement Fund" أو التأمين على الحياة. ويعد في حكم الإصدارات الخاصة تلك السندات التي تصدرها هيئات تابعة للحكومة المركزية مثل البنك القيدرالي لقروض الإسكان وهيئة البريد ونظراً لأن لتلك الهيئات شخصية معنوية مستقلة. وأن احتمال تعشرها في سداد قيئة القرض (السندات المصدرة) والفوائد في مواعيد الإستحقاق هو أمر وارد، فإنه يصبح من والفوائد في مواعيد الإستحقاق هو أمر وارد، فإنه يصبح من المتوقع أن قمل تلك السندات معدل كوبون يفوق معدل الكوبون عن سندات ماثلة تصدرها الحكيمة الفيدرائية ذاتها, أو أن تباع بخصم يكفي لتعويض المستشر عن الخياطر الإضافية التي قد تنجم عن الإستثمار فيها.

ثانياً: الأوراق المالية التي تصدرها الحكومات الحلية:

بعطي القانون للحكومات الخلية في الولايات المتحدة الحق في الإقسسراض، من خلال إصدار سندات تتفاوت من حليث تاريخ الإستحقاق ومعدلات الفائدة والضمانات المتاحة. وقد تكون اللئ السندات لحاملها "Bearer Bonds" أي قابلة للتداول ومن ثم تدفع الفوائد لحامل السند، ويطلق عليها حينئذ سندات بكوبون الفوائد لحامل السند، ويطلق عليها حينئذ سندات بكوبون الشترى "Coupon Bonds"، وقد تكون سندات مسلجلة باسم الشترى

"Registered Bonds" أي غيس قابلة للتداول ومن ثم تصدر الفوائد بشيكات حمل اسمه.

وقد ينص في قانون إصدار تلك السندات على إعفائها من الخضوع للضريبة التي تفرضها الحكومة المركزية، غير أن الإعفاء يقتصر فقط على الدخل المتمثل في الفوائد دون أن يمتد إلى الأرباح الرأسمالية. ويحقق الإعفاد الضريبي ميزة للمستثمر (المقرض) والحكومة الحلية (المقترضة). فبالنسبة للمستثمر تعد الفوائد دخلاً خالصاً له. وبالنسبة للحكومة الحلية يُمكنها الإعفاء من إصدار الأوراق المالية بمعدلات فوائد منخفضة. دون أي يؤدي ذلك إلى الإضرار بالمستثمر طالما أن هذا الإنخفاض يعوضه الإعفاء الضريبي.

وإذا كان الإستثمار في سندات الحكومات الحلية يبطوي على مخاطر أكبر من ثلث التي ينطوي عليها الإستثمار في سندات الحكومة الركزية - لأسباب سبق ذكرها - فإنه رغبة في خلق سوق نشط لتلك السندات، قد تعمد الحكومة الحلية لتقديم ضمانات للمستثمرين -خاصة في غياب الإعفاء الضريبي - قد تتمثل في التأمين على النحو الذي سبقت الإشارة إليه، أو في ربط إيرادات حكومية معينة لخدمة تلك السندات. وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين نوعين من السندات؛ نوع يستند إلى التزام عام بالوفاء "General Obligation Bonds" من خلال سلطة الحكومة الحلية في فرض ضرائب، ونوع آخر يستند إلى التزام محدد بالوفاء الخلية في فرض ضرائب، ونوع آخر يستند إلى التزام محدد بالوفاء "Limited Obligation Bonds" وذلك من متحصلات الشروعات التي

وتنقسم السندات ذات الإلتزام الحدد بدورها إلى نوعين: سندات تصدرها الحكومة الحلية لتمويل مشروعات للمرافق العامة، يتولد عنها عائد تستخدم حصيلته لخدمة تلك السندات. أما النوع الثاني فيهو السندات المضمونة بإيرادات والمعيفاة أيضاً من الشريبة، والتي تلجأ إليها الحليات لتمويل مشروعات الجماية من التلوث الصناعي للبيئة "Pollution Control Revenue Bonds". وتباع تلك المشروعات في النهاية إلى النشآت التي تسبب التلوث إذ تمثل حصيلة البيع الضمان الأساسي لخدمة السندات المصدرة. ومن الإنتقادات الموجهة لتلك السندات الإعفاء المضريبي المزدوح الذي تتمتع به. فالمستثمر الذي اشتراها يتمتع بإعفاء ضريبي على الفوائد المتولدة عنها، كما أن القيمة التي تدفعها المنشأة الشراء المشروع تعد من المصروفات التي تخصم قبل حساب المضريبة.

الأوراق المالية المتداولة في سوق النقح:

يقصد بسوق النقد للأوراق المالية المتخصصة مثل بيوت السوق الثاني الذي يتكون من المؤسسات المالية المتخصصة مثل بيوت السمسرة والمصارف التجارية وما يماثلها، والتي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل. وتمثل هذه الأوراق صكوك مديونية "Debt Securities" مدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر. وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للتداول. ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها على تسعة شهور أو سنة على الأكثر. هذا

وتتسم الأوراق المالية قسميرة الأجل بإمكانية التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق. ونظراً لانخفاض أو انعدام مخاطر التوقف عن السداد "Free of Default Risk" يتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفضاً. ورما لا يتجاوز معدل التضخم.

وفي بعض هذه الأوراق قد يحصل مشتري الورقة على الفوائد مقدماً. وذلك بشراء الورقة بقيمة تقل عن القيمة الإسمية التي سيحصل عليها في تاريخ الإستحقاق. وعثل الفرق مقدار الفوائد. وبالطبع بمكن لحامل الورقة التصرف فيها قبل تاريخ الإستحقاق. وذلك بعرضها للبيع في سوق النقد "Money Market". وهنا يتوقع أن تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الإسمية، كما يتوقع أن تزداد تلك القيمة أي القيمة السوقية كلما اقترب تاريخ الإستحقاق. الذي عنده يحصل حاملها على مبلغ يتمثل في القيمة الإسمية الإسمية المدونة عليها. ومن أبرز أنواع هذه الأوراق: شهادات الإيداع، والكمبيالات المصرفية، والأوراق التجارية. واتفاقيات إعادة الشراء فائض الاحتياطي الإلزامي. وقرض الدولار الأوروبي. واتفاقيات إعادة الشراء. يضاف إلى ذلك أذونات الخزانة وشهادات المديونية التي تصدرها الحكومة.

١) شهادات الإيداع القابلة للتداول:

"Negotiable يقصد بشهادات الإبداع القابلة للتداول Certificates of Deposit" تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها المصارف التجارية، والتي يمكن لحاملها التصرف فيها

بالبيع أو بالتنازل. كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الإستحقاق المدوّن على الشهادة. وعادة ما تكون القيمة الإسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مشيليه ما للشهادات الشهادات الشخصية غير القابلة للتداول Non-negotiable Certificates of النوعين السوق. وملاحظة أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طردياً مع تاريخ الإستحقاق.

ونظراً لأن تلك الشهادات تعدد بمثابة ودائع لأجل. لا يجور استرداد قيمتها من المصرف المصدر لها قبل تاريخ الإستحقاق، فإن السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو بعرضها للبيع في السوق الثاني "Secondary Market" الذي يشتمل على بيوت السمسرة. المصارف التجارية، وما شابهما من المؤسسات المائية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل.

٢) الكمبيالات المصرفية:

تمثل الكمبيالات الصرفية "Banker's Acceptances" تعهداً كتابياً بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد المصارف. وبكن للمصرف الاحتفاظ بالتعهد (الذي يمثل عقد إقراض يتولد عن فوائد) حتى تاريخ الإستحقاق. كما يمكنه بيعه لشخص آخر يبيعه بدوره لطرف ثالث. وهكذا، وفي تاريخ الإستحقاق يحى خامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقترض الأصلي) وإذا ما فشل في ذلك يمكنه حينئذ الرجوع إلى المصرف الذي قبل التعهد

من البداية. ولهده الكمبيالات سوق ثانٍ يتمثل في المسارف التجارية، وبعض بيوت السمسرة.

تتمثل الأوراق التجارية "Commercial Papers" في كمبيالات يتمثل الأوراق التجارية "حمسة أيام إلى تسعة شهور. وتقتصر ميزة التداول على الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم. ذات المكانة الراسخة والمعروفة في الجتمع. وعادة ما خصل تلك المنشآت على ائتمان مفتوح Open Lines of" لدى بعض المصارف التجارية. تقوم بمقتضاه تلك المصارف بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الإستحقاق. وهو ما يعد تقوية لمركز تلك الأوراق.

33

وفي ظل الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق تبرز أربع سمات أساسية لها: أولها أنه من غير الضروري أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول المنشأة. فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة المنشأة ومكانتها، والتي بفضلها قبلت المصارف التجارية الإلتزام بسيداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الإستحقاق. ثانيها أن التزام المصارف بالسداد يجعل مخاطر الإستثمار في تلك الأوراق محدوداً. ومن ثم يصبح من المتوقع أن يكون معدل الفائدة الذي خمله منخفضاً ويعادل تقريباً معدل الفائدة على الكمبيالات المصرفية. ثالثها تسهم الطبيعة المتميرة لتلك الأوراق في خلق

سوق ثان نشط لها يتمثل في بعض بيوت السمسرة والمصارف التجارية. وأخيراً. ونظراً لأن مركز تلك الأوراق مستمد من مركز للنشأة المصدرة لها، ورغبة في حماية المستثمرين تنشر بعض المؤسسات المتخصصة مثل مؤسسة ستاندر آند بور Standard"

"(S&P) Poor (S&P) في الولايات المتحدة. دليلاً خاصاً بأسماء المنشآت التي تصدر مثل هذه الأوراق.

٤) قرض فائض الإحتياطي الإلزامي:

مكن للمصارف التي يوجد لديها فائض في الإحتياطي الإلزامي "Surplus Reserve Requirement" أن تقرضه لمصارف أخرى الإلزامي "Surplus Reserve Requirement" أن تقرضه لمالية بالمعنى تعاني من عجز فيه. ولا تعد تلك القروض أوراقاً مالية بالمعنى المفهوم، ذلك أنها تتمثل في تعهد غير مكتوب – مضمون من البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الإحتياطي – يلتزم فيه المصرف المقترض بسداد قيمة القرض مصحوباً بفائدة تتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب.

وعلى الرغم من أن اقتراض تلك الأموال عادة ما يكون في حدود ليلة واحدة، بهدف سد العجز في الاحتياطي الإلزامي. إلا أن الواقع قد أثبت أن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لفنره أطول، وذلك عندما يضطر المصرف لاقتراض تلك الأمر أل لاستخدامها في الإستثمار، وحينئذ يصبح لزاماً عليه أن يطلب مد فترة القرض يوماً بيوم. هذا ويؤدي البنك المركزي دور الوسيط

بين المسارف المقرضة والمسارف المقترضة، كما يمكن أن يكون الاتصال مباشراً بينها أو بواسطة سمسار متخصص في هذا النوع من القروض.

۵) قسرض الدولار الأوروبين:

يستخدم اصطلاح الدولار الأوروبي "Eurodollar" للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها مصارف في خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص المصارف الأوروبية. ويتكون سوق الدولار المتحدة وعلى الأخص المصارف الأوروبية. ويتكون سوق الدولار الأوروبي "Eurodollar Market" من عدد من المصارف الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار بعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فيقط. هذا وتتسم القروض التي تقدمها تلك المصارف فيقط. هذا وتتسم القروض التي تقدمها تلك المصارف وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك المصارف نتيجة قيام بعض وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك المصارف أمريكية. بسحب المصارف والشركات التي لها ودائع في مصارف أمريكية. بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى المصارف الأوروبية التي تتعامل بالدولار ربما بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها.

هذا ولم يعد الأمر قاصراً على الدولار. إذ أصبح هناك سوق للعملات الأوروبية "Euro-Currency Market" موازياً لسوق الدولار الأوروبي، مكن أن تلجأ إليه المصارف وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الإقتراض. وكما هو واضح تعتبر المصارف التي لها تعامل

دولي في الدولار الأمريكي أو في العهالات الأوروبية هي السوق الثاني الذي تتداول فيه صكوك تلك القروض.

٦) إتفاقيات إعادة الشراء:

"Repurchase Agreements الشراء الشراء النجار المتجار (Repos)" أحد أساليب الإقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء الأوراق المالية وبيعها "Dealers" لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق. وذلك لليلة واحدة أو لعدة أيام قليلة. ومقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات "Repo Broker" ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموال فائضة لديه.

ووفقاً للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر – بصفة موقتة – أوراقاً مالية بما يحادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه. كما يقوم في الوقت نفسه بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق مع المستثمر ذاته بسعر أعلى قليلاً من السعر الذي باع له به هذه الأوراق. على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر. وهكذا التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر. وهكذا التنهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر. وعودة الأموال إلى المستثمر. ويعتبر فرق القيمة بين عقد البيع وبين عقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة، وإن كان هذا لا يمنع من

إمكانية إبرام عقدى البيع والشراء القيمة ذاتها. على أن يحصل الستثمر على فائدة يحدد معدلها مسبقاً.

وهكذا. لا يخرج اتفاق إعادة الشراء عن كونه قرضاً قصير الأجل بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق. وملاحظة أن عقد البيع لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية إلى المستثمر بل تظل في حوزة التاجر، وإن كان ينص في الاتفاق على اعتبار تلك الأوراق مرهونة لصالح المستثمر. وفي بعض الحالات قد يشترط المستثمر اعتبار الخزون الذي لدى التاجر من الأوراق المالية وليس فقط الأوراق المالية محل الاتفاق – مرهونة لضمان سداد القرض.

وعلى الرغم من أن فترة الانفاق عادة ما تكون ليلة واحدة أو "Term بضعة أيام قليلة. فإن ثمة انفاقيات تمتد لفترة أطول Term بضعة أيام قليلة. فإن ثمة انفاقيات تمتد للصارف التجارية Repos" قد تصل إلى شهر أو أكثر. هذا وتعد المصارف التجارية هي السوق الثاني "Secondary Market" النشط لبيع وشراء صكوك تلك الإتفاقيات.

٧) أذونات الخزانــة:

غمثل أذونات الخرانة "Treasury Bills (T-bils)" أوراقاً مالية حكومية قصيرة الأجل. لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة. ولضمان استمرارية وجود تلك الأذونات في السوق. خرص الحكومة

الأمريكية على إصدارها دورياً وذلك معدل مرة كل أسبوع. ولا يحصل للستثمر على الإذن ذاته, كل ما يحصل عليه هو إيصال يفيد شراءه.

وتتميز أذونات الخزانة بسهولة التصرف فيها، دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية. فالإذن عادة ما يباع بخصم أي بسعرأقل من قيمته الإسمية. وفي تاريخ الإستحقاق تلتزم الحكومة بدفع الفيمة الإسمية المدونة على الإذن. وعثل الفرق مقدار العائد الذي يجنبه المستثمر. وإذا ما قرر حامل الإذن (المستثمر) التخلص منه قبل تاريخ الإستحقاق فإنه يضمن على الأقل - استرداد القيمة التي سبق أن دفعها لشرائه.

ولتوضيح كيفية حساب العائد السنوي للإستثمار في تلك الأذون، دعنا نفترض أن إذناً ما قيمته الإسمية ١٠٠٠ جنيه يستحق بعد ٩٠ يوماً. يباع بقيمة قدرها ٩٨٠ جنيهاً. هذا يعنى أن المستثمر يحصل على عائد ربع سنوي قدره ٢٠٠١٪ [(١٠٠٠ – ٩٨٠/(٩٨٠). وهو ما يعادل عائد سنوي قدره ١٤ر٨٪. وذلك وفقاً للمعادلة الآتية:

حيث ن تمثل عدد شهور (أو أيام) السنة مقسومة على فترة الإستحقاق أي عدد الشهور (أو الأيام) التي تمضي منذ إصدار الإذن حتى تاريخ استحقافه.

وفي المثال المذكور تصبح قيمة v=2 أي ٣٦٠ يوماً مقسومة على ٩٠ يوماً, ويصبح المعدل السنوي للفائدة على الإذن ٤١/٨٪. $(1+2.7\cdot (-1)^2) = 1 + 1$ المعدل السنوي $1.0 \cdot (-1) = 1 + 1$ المعدل السنوي المائدة = $1 \cdot (-1)$

٨) شهادات المديونية وكمبيالات الخزانة:

حتى تتمكن وزارة الخزانة من جذب أكبر عدد من الراغبين في الإستثمار في الأوراق المالية الحكومية. فإنها عادة ما تصدر أوراقاً الإستثمار في الأوراق المالية الخزانة "Treasury Notes (T-Notes)" قمل تواريخ استحقاق متباينة تتراوح بين سنة وسبع سنوات، حتى يجد كل راغب في الإستثمار بغيته. وتظهر تلك الكمبيالات في الصحف الأمريكية قت حرف n. ويحصل حاملها على فوائد نصف سنوية. وكأي إصدار حكومي آخر – عدا سندات الإدخار – يتوافر لتلك السندات سوق ثانٍ نشط من خلال بيوت سمسرة متخصصة، يسهل فيه قويلها إلى نقدية في أي وقت.

الأوراق المتداولــة فــي ســوق الإختيــــار:

تعد أسواق (بورصات) الاختيار إحدى صور أسواق العقود للستقبلة. ويوجد بالولايات المتحدة ستة أسواق إختيار، من أبرزها بورصة شيكاغو التي تتميز بأنها الوحيدة التي تتعامل فقط في الإختيار. ونظراً لعدم السماح بوجود سوق غير منظمة للإختيار. فقد أنشاً الاقاد الوطني السماح بوجود سوق غير منظمة للإختيار. فقد أنشاً الاقاد الوطني "National Association of Securities Dealers" (NASD) الذي يشرف على السوق غير المنظمة للأوراق المالية بورصة مستقلة للإختيار قمل اسمه.

وبتداول في تلك الأسواق. ما يسمى بالإختيار وهو واحد من الأدوات التي يستخدمها للستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأواق التي يستخدمها للسائم ون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأواق المالية. كما يستخدمها للضاربون بهدف خقيق الأرباح. ويمكن التمييز بين نوعين من الإختيار: الإختيار الأمريكي. والإختيار الأوروبي. وبمثل الإختيار الأمريكي "American Option" اتفاقاً يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات من طرف آخر بسعر متفق عليه مقدماً. على أن يتم تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام الاتفاق حتى التاريخ الحدد لانتهائه. أما الإختيار الأوروبي "European Option" في التنفيذ الذي لا يتم سوى في التاريخ الحدد لانتهائه "Expiration Date" حسب نص الإتفاق.

وكلما يبدو فإن هناك نوعين أسلسيين من الإختيار: الإختيار الذي يعطي الحق في يعطي الحق في "Put Option" والإختلاراء "Call Option". يضاف إليها نوع ثالث يعطي الحق في الشراء والبيع معلً "Straddles or Double Option" وبذا يتمتع بمنزايا النوعين السابقين.

هذا ويسمى السعر المتفق عليه عند التنفيذ بسعر التعاقد "Striking or Exercise Price". وهو

غالباً ما يعادل القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ إبرام الاتفاق, وهو بذلك يختلف عن سعر السوق "Market Price" الذي يقصد به في هذا الصدد السعر الذي تباع به الورقة لحظة تنفيذ الاتفاق. أما السبب الذي من أجله سُمي الاتفاق بالإختيار؛ لأنه يعطي لمشتريه الحق في تنفيذ الاتفاق أو عدم تنفيذه, وذلك مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض "Premium" للطرف الآخر, وهو عادة ما يطلق عليه محرر حق الإختيار. وفي تناولنا للإختيار سوف نبدأ أولاً بالإختيار الذي يعطي الحق في الشراء.

إختيسار البيسع:

بتيح إختيار البيع "Put Option" فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتكلها. ولتوضيح فكرة هذا النوع من الإختيار دعنا نفترض أن مستثمراً ما قد اشترى لتوه عدداً من الأسهم. بسعر ٥٠ جنيهاً للسهم الواحد. وتشير توقعاته إلى أنه قد يضطر إلى بيع تلك الأسهم في شهر يونيو الـقادم. كما تشير كذلك إلى احتمال انخفاض أسعار تلك الأسهم في ذلك الشهر. وحتى يتجنب المستثمر الخاطر التي قد تنجم عن ذلك. فإنه يقوم بتغطية نفسه. وذلك بالتعاقد مع طرف ثان لديه الإستعداد لشراء تلك الأسهم في شهر يونيو القادم، وذلك بالسعر السائد في السوق وقت إبرام التعاقد، والذي يونيو القادم، وذلك بالسعر الذي اشترى به المستثمر تلك الأسهم أي ٥٠ جنيهاً للسهم. ووفقاً لنصوص الاتفاق ينبغي أن يدفع المستثمر مكافأة

للطرف الآخر وليكن قدرها ٣ جنيهات للسهم، مقابل إعطائه الحق في التراجع عن تنفيذ الصفقة إذا أراد. لذا. يطلق على المستثمر في هذه الحالة مشتري حق الإختيار.

والآن. دعنا نفترض أن التنبؤات قد خققت وانخفضت أسعار تلك الأسهم في شهر يونيو. حتى وصلت إلى 17 جينها للسهم الواحد، أو إلى أقل من ذلك. في هذه الحالة سيطلب المستثمر (مشتري الإختيار) من الطرف الآخر (محرر الإختيار) تنفيذ الاتفاق. أي شراء الأسهم التي علكها المستثمر بمبلغ ٥٠ جنيها للسهم. وحيث أن المستثمر قد سبق له شراء تلك الأسهم بالقيمة نفسها. فإن خسائره سوف تنحصر في قيمة المكافأة، ولن تزيد عن ذلك مهما انخفض سعر السهم في تاريخ تنفيذ العقد عن السعر النصوص عليه في الاتفاق (۱). أما خسائر الطرف الآخر أي محرر حق الإختيار فغير محدودة. إذ تتوقف على ما وصل إليه الانخفاض في سعر السهم وقت تنفيذ التعاقد.

فانخفاض سعر السهم إلى 2 جنيهاً يعنى أن خسائر الحرر ستبلغ ع جنيهات عن كل سهم. ذلك أنه ملتزم بشراء السهم بسعر ٥٠ جنيهاً، وقد سبق له الخصول على حنيهاً، وسيقوم ببيعه بسعر 2 جنيهاً، وقد سبق له الحصول على مكافأة عن كل سهم قدرها ٢ جنيهاً. أما إذا انخفض سعر السهم إلى ٤١ جنيهاً، حينئذ ستبلغ خسائره ٥ جنيهات عن كل سهم. وإذا ما

⁽١) في خَليل حق الإختيار سوف نتجاهل التوزيعات التي قد يحصل عليها الستثمر خلال الفترة التي تبدأ من تاريخ التعاقد وتنتهي بالتاريخ الحدد لتنفيذه. كما سنتجاهل أيضاً تكاليف العاملات التي قد يتكبدها أي من الطرفين. ولقد عمد المؤلف إلى ذلك لتسهيل العرض.

انخفض سعر السهم إلى ٤٩ جنيهاً فقط، فسيحقق ربحاً صافياً قدره جنيهان عن كل سهم. طالما أنه قد سبق أن حصل على مكافأة قدرها ثلاثة جنيهات.

والآن. دعنا نفترض أن أسعار تلك الأسهم قد ارتفعت في شهر يونيو عن السعر المتفق عليه (٥٠ جنيهاً) حيث بلغ سعر السهم ٥٥ جنيهاً. هنا سوف يستخدم المستثمر حقه في عدم تنفيذ الاتفاق. أي لن يبيع الأسهم لحرر حق الإختيار بالسعر المنصوص عليه في العقد، وسيفضل بيعها في السوق بسعر ٥٥ جنيها للسهم. وحيث أنه قد سبق للمستثمر شراء السهم الواحد بسعر ٥٠ جنيهاً. فإن صافي الربح بعد خصم الكافأة - التي دفعها لحرر الإختيار - سوف يبلغ جنيهين عن كل سهم.

وبالطبع سوف يرتفع صافي الربح مع كل زيادة في القيمة السوقية للسهم وقت تنفيذ التعاقد. فلو أن سعر السهم ارتفع خلال شهر يونيو ليصبح ٨٨ جنيهاً. حينئذ سيبلغ الربح الصافي ٨ جنيهات عن كل سهم. أما بالنسبة نحرر الإختيار "Writer" فإن ارتفاع سعر السهم عن ٥٠ جنيها يعني إحجام مشترى "Buyer" الإختيار (المستثمر) عن تنفيذ الاتفاق المبرم. وبذا يحقق ربحاً صافياً يتمثل في قيمة المكافأة التي سبق أن حصل عليها وقدرها ثلاثة جنيهات. وإذا ما بلغ سعر السهم وقت تنفيذ التعاقد ٨١ جنيها فيسوف يظل المستثمر عند موقفه. أي سيفضل بيع تلك الأسهم في السوق نما ينجم عنه خسائر صافية بعد خصم قيمة المكافأة التي سبق دفعها – قدرها جنيهان عن السهم الواحد. وهي أقل من الخسسائر التي كان سيتكبدها لو أنه باع تلك

الأسهم إلى محرر الإختيار بسعر ٥٠ جنيهاً للسهم. وطالما لن يقوم محرر الإختيار بشراء الأسهم. فسوف يظل ربحه متمثلاً في قيمة الكافأة (٣).

باختصار يسهم الإختيار في حماية المستثمر من النعرض لهبوط شديد في أسعار الأوراق المالية التي يزمع بيعها في المستقبل. دون أن تضيع منه فرصة خقيق بعض المكاسب. فأرباحه تزداد كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم. أما خسائره فمحدودة دائماً بمقدار المكافأة التي يلتزم بدفعها لحرر عقد الإختيار. والتي عادة ما تبلغ نسبتها في التوسط ١٥٪ من قيمة السهم في السوق عند التعاقد. وتزداد هذه النسبة كلما طالت الفترة التي تمضي منذ تاريخ التعاقد حتى التاريخ النسبة كلما طالت الفترة التي تمضي منذ تاريخ التعاقد حتى التاريخ التعاقد حتى التاريخ عدد لتنفيذ العقد. أما محرر الإختيار فإن أرباحه محدودة بقيمة الكافأة. أما خسائره فتزداد كلما انخفضت القيمة السوقية للسهم عند تنفيذ العقد – عن القيمة المتعاقد عليها مطروحاً منها قيمة الكافأة.

وهنا قد يثار التساؤل عن السبب الذي من أجله يقبل محرر الإختيار إبرام مثل هذه الصفقة، رغم أن أرباحه محدودة بينما خسائره غير محدودة. تكمن الإجابة عن هذا التساؤل في تباين توقعات طاء ي التعاقد. إذ من غير المتوقع أن يبرم محرر الإختيار مثل هذا التعاقد إلا إذا

⁽٣) في مناقستنا للإختيار جَاهلنا فكرة القيمة الزمنية للنقود عند تقدير الأرباح والخسائل خاصة وأن تاريخ تنفيذ الإختيار عادة ما يكون قصيراً ولا يتجاوز تسعة شهور من تاريخ التعاقد.

كانت تـوقعاته – على عـكس توقعات مـشتـري الإختـيار – تشـير إلى أن السعر المتوقع للسهم وقت تنفيـذ التعاقد، لن يقل عن السعر الحدد في عقد الإختيار مطروحاً منه مقدار المكافأة.

وأخيراً, جدر الإشارة إلى أن عقد الإختيار لا يعني ضرورة قيام الشتري بتسليم الأسهم محل التعاقد إلى الحرر، وذلك مهما انخفض سعر السهم في تاريخ تنفيذ العقد عن السعر المتفق عليه. وهذا منطقي فإذا افترضنا أن سعر السهم قد انخفض في ذلك التاريخ إلى 20 جنيهاً حينئذ يقوم محرر الإختيار بدفع الفرق بين سعر التعاقد (٥٠ جنيهاً) والسعر السائد في لحظة تنفيذ العقد (٥٥ جنيهاً) إلى مشتري الإختيار وينتهي الأمر. وهذا يعنى أنه بإمكان المستثمر (مشتري حق الإختيار التصرف في الأسهم – محل اختيار البيع – قبل التاريخ الحدد للتنفيذ وذلك إذا ما اضطرته الظروف. فإذا حل ذلك التاريخ وأصر محرر الإختيار على استلام تلك الأسهم – وهو أمر غير متوقع في مثل هذه العقود – فيمكن للمستثمر أن يشتري الكمية المتعاقد عليها بالسعر السائد (٤٥ جنيهاً) ويسلمه إياها. ولا يخفى على القارئ أنه إذا كان سعر السوق فقت التنفيذ يفوق السعر المتفق عليه فلن يكون هناك تسليم أساسا؛ لأن المستثمر لن يقوم أصلاً بتنفيذ الإتفاق.

إختيار الشراء:

قد يعمد المستثمر الذي يتوقع ارتضاع القيمة السوقية لـورقة مالية ما يرغب في شرائها مـستقبلاً إلى امتلاك اختيار يعطيه الحق في شراء

"Call Option" تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه وبسعر منفق عليه مقدماً. عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام الاتفاق. وكما سيتضح لا تختلف معالجة هذا الإختيار عن معالجة اختيار البيع الذي سبقت الإشارة إليه.

ولإلقاء الضوء على اختبار الشراء. دعنا نفترض أن مستثمراً ما يرغب في شراء عدد من الأسهم في تاريخ لاحق وليكن شهر يونيو القادم. وتشير التوقعات إلى أن سعر السهم سوف يكون مرتفعاً في تلك الفترة، وذلك مقارنة بالسعر الجاري الآن والذي يبلغ ٥٠ جنيهاً للسهم. وحتى يتجنب المستثمر مخاطر ارتفاع القيمة السوقية في تاريخ الشراء، فقد تعاقد مع طرف ثان لديه الاستعداد لبيع الأسهم ذاتها خلال الفترة نفسها وبالسعر الجاري أي ٥٠ جنيهاً للسهم، مقابل مكافأة يدفعها للستثمر (مشترى الإختيار) للطرف الثاني (محرر الإختيار) قيمتها ٣ جنيهات للسهم.

فإذا ما ارتفعت قيمة السهم في السوق في شهريونيو إلى ٥٥ جنبها مثلاً حينئذ سيطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق. أي أن يبيعه الحرر الأسهم المتفق عليها بسعر ٥٠ جنيها المسهم. وحيث أنه قد سبق للمستثمر دفع ٣ جنبهات عن كل سهم مكافأة للمحرر، فإنه يكون قحقق ربحاً قدره جنيهان عن كل سهم. وكما هو واضح يتوقع أن يزداد الربح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ. أما محرر الإختيار - خاصة ذلك الذي لا يملك الأسهم التي تعاقد عليها - فسوق الإختيار - خاصة ذلك الذي لا يملك الأسهم التي تعاقد عليها - فسوق

شراء السهم – إذا ما أصر مشتري حق الإختيار على استلامها وهو أمر غير وارد في مثل هذه العقود – بمبلغ ٥٥ جنيهاً ليبيعه بمبلغ ٥٠ جنيهاً، وكان قد حصل قبل ذلك على مكافأة قدرها ٣ جنيهات عن كل سهم. وعلى عكس مشتري الإختيار (الستثمر) سوف تزداد خسائر محررالإختيار (الطرف الثاني) مع كل زيادة في القيمة السوقية للسهم.

أما إذا لم تتحقق توقعات المستثمر وانخفضت القيمة السوقية إلى ٤٣ جنيهاً للسهم مثلاً, فلن يطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق: إذ سيفضل شراء الأسهم من السوق بالأسعار السائدة, وحينئذ سوف تنحصر خسائره في مقدار الكافأة المدفوعة, التي تعادل تماماً الأرباح التي يحققها الحجرر.

وهكذا. يحقق اختيار السشراء حماية للمستثمر. فخسائره محدودة بمقدار المكافئة أما أرباحه فلا حدود لها إذ ترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم في وقت التنفيذ. وعلى العكس من ذلك فأن أرباح الحرر محدودة بمقدار المكافئة, أما خسسائره فلا حدود لها إذ تزداد كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم. وكما هو الحال في اختيار البيع فإن دخبول الحرر كطرف في العملية، لا يمكن أن يكون إلا إذا كانت توقعاته تشير إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم خلال الفترة التي يمكن أن ينفذ فيها الاتفاق.

مكن التمييز بين الحرر الذي متلك الأسهم التي يتعاقد على بيعها "Uncovered or Naked" وبين الحسرر الذي لا ملكها "Covered Writer"

Writer" ويضطر لشرائها إذا ما حلت لحظة التنفيذ. وكما يبدو فإن خسائر الأخير تكون مؤكدة إذا ما فاقت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ القيمة المتفق عليها - لشراء السهم - مضافاً إليها مقدار الكافأة. أما الحرر الذي يملك الأسهم فإن تكبده لخسائر فعلية تتوقف على القيمة التي كان قد سبق أن اشترى بها السهم. فلو اشتراه بقيمة تقل عن القيمة المتفق عليها إضافة إلى مقدار المكافأة فسيحقق أرباحاً فعلية، وإن كانت أقل من الأرباح التي كان يمكن أن يحققها لو لم يبرم عقد الإختيار. أما إذا كان قد اشترى السهم بقيمة أكبر من ذلك فسوف يحقق خسائر فعلية.

وأخيراً، سنعرض فيما تبقى من صفحات هذا القسم لنوع من الصكوك تصدرها منشآت الأعمال تشبه إلى حد كبير الإختيار الذي يعطي الحق في الشراء، وإن كان لإصداره أهداف أخرى تختلف عن تلك التي ترتبط باختيار الشراء.

صكوك الشراء اللاحق لأسهم المنشأة:

تصدر بعض المنشآت نوعاً من الصكوك "Warrants" تعطي لحاملها الحق في شراء عدد من أسهمها مستقبلاً بسعر يعلن مسبقاً ويطلق عليه سعر التنفيذ "Exercise Price". وقد يكون هذا السعر ثابتاً "Fixed" كما قد يكون للمنشأة حق تغييره في أي لحظة تريدها "Stepped-up". وكما يبدو فإن تلك الصكوك تشبه في جوهرها اختيار الشراء "Call Option" وإن كانت تختلف عنه في أن فترة التنفيذ قد تمتد

لبضع سنوات بل وقد تكون أبدية "Perpetual Warrants". في حين أن فترة التنفيذ في الإختيار تقراوح بين ثلاثة شهور وتسعة شهور. يضاف إلى ذلك أن الصك المذكور تصدره المنشأة المعنية، أما اختيار الشراء فقد يحرره طرف ليس له أي صلة بالمنشأة. بل وقد لا تكون بين يديه الورقية المالية التي يتعهد ببيعها.

إن تنفيد الصك، أي استخدامه في شراء الأسهم العادية يعنى حصول المنشأة المعنية على موارد مالية إضافية. تتمثل في قيمة بيع الأسهم التي ينص عليها الصك. وهو ما يعني بالتبعية تغيير في مكونات هيكل رأسمال المنشأة. أما تنفيذ اختيار الشراء فلا علاقة له بالموارد المالية للمنشأة أو بهيكل رأسمالها. يتضمن الإختيار الواحد شراء عدد محدد من الأسهم متعارف عليه بين المتعاملين (عادة ١٠٠ سهم) فإن عدد الأسهم التي يمكن شراؤها بصك واحد قد تختلف من حالة إلى أخرى. بل وقد لا يشتري الصك الواحد سوى جزء من السهم، وهو ما يعنى - في هذه الحالة - ضرورة أن يمتلك المستثمر عدداً من الصكوك حتى يمكنه شراء سهم واحد.

هذا إلى جانب أن شروط الإختيار نظل ثابتة في أثناء سربانه، أما شروط الصك فقد تتعرض لتغيير مستمر. وعادة ما ينصرف التغيير إلى تخفيض عدد الأسهم التي يشتريها صك واحد. كما قد ينصرف التغيير كذلك إلى رفع سعر التنفيذ أي سعر شراء السهم. والهدف من النص على إمكانية تغيير الشروط. هو رغبة المنشأة في حث حامل الصك على تنفيذه. في أقرب وقت ممكن دون انتظار لفترة أطول، قد تتغير فيها الشروط وتكون في غير صالحه.

ويضيف المؤلف سمتين أخريين تميزان الصك عن الإختيار: السمة الأولى هي أن مشتري الصك لا يدفع مكافأة مباشرة على النحو الذي أشير إليه عند تناول الإختيار. أما السمة الثانية فهي أن الصك يعطي الحق في شراء أسهم عادية فقط، بينما يعطى الإختيار الحق في شراء أسهم أو سندات أو حتى عملات.

وعادة ما تصاحب تلك الصكوك إصدارات جديدة من السندات أو الأسهم المتازة. أو حتى الأسهم العادية في حالة المنشآت التي تتحول الأسهم المعازة. أو حتى الأسهم العادية في حالة المنشآت التي تتحول لأول مرة من الطرح الخاص إلى الطرح العام "Initial Public Offering" لأسهمها. ويطلق على تلك الإصدارات والصكوك المصاحبة لها وحدة من الأوراق المالية "Unit of Securities" التي عادة ما تتداول في أسواق غير منظمة خلقتها بعض بيوت السمسرة والتجارة. وفي هذا الصدد يمكن التفرقة بين نوعين من الصكوك: صكوك يمكن تداولها بذاتها يمكن التفرقة بين نوعين من الصكوك: صكوك يمكن تداولها بذاتها المتازة المصاحبة لها "Nondatachable Warrants". وإن كان النوع الأول أهو الأكثر انتشاراً.

وهنا قد يتساءل القارىء عن الأسباب التي تدفع بالمنشآت إلى إصدار مثل هذه الصكوك. يأتي في مقدمة تلك الأسباب ترغيب المستثمرين في شراء الأوراق المالية المصاحبة للصك. وقد يصل الترغيب إلى المستوى الذي قد تستطيع معه المنشأة إصدار السندات دون حاجة لرهن أصول لضمان الوفاء بقيمتها. أو إلى المستوى الذي يسمح لها ببيع الأوراق المالية المصاحبة بأسعار أعلى من قيمتها الإسمية. بما

يحقق زيادة في حصيلة الإصدار أو إصدارها بمعدل كوبون أقل. ومن شأن الميزتين الأخيرتين أي زيادة الحصيلة وانخفاض معدل الكوبون. أن يؤديا إلى تخفيض تكلفة الأموال للمنشأة. ولهذا أهميته خاصة للمنشآت الصغيرة التي تنمو بمعدلات سريعة والتي ينظر المستثمر إلى أوراقها المالية على أنها ذات مخاطر عالية، وهو ما يعنى في حالة غياب الصكوك ضرورة رفع معدل الكوبون.

يضاف إلى ذلك أن الصكوك تضمن توفير الأموال المطلوبة عند الحاجة اليها فقط. فإذا ما حققت المنشأة قدراً من النمو فسوف ترتفع القيمة السوقية للسهم إلى مستوى سعر التنفيذ أو يزيد. وفي ظل هذه الظروف يصبح من المتوقع قيام المستثمرين باستخدام الصكوك لشراء الأسهم بالسعر المتفق عليه، مما يوفر للمنشأة الموارد المالية المطلوبة لرحلة النمو – أو جزءاً منها على الأفل. أما إذا لم يتحقق النمو المنظر فلن غتاج النشأة لأموال إضافية، ولن ترتفع القيمة السوقية للسهم إلى المستوى الذي يشجع على استخدام الصكوك. وغنى عن البيان أن الصكوك التي تعطي الحق في شراء أسهم عادية تتيح فرصة أفضل المنشأة لتصريف إصدارتها المستقبلة من تلك الأسهم دون تكبد تكاليف تذكر لتسويقها.

وإذا ما أصبحت الحاجة إلى موارد إضافية أمراً ملحاً، فإنه يمكن للمنشأة حث حملة الصكوك على السعي إلى تنفيذها وذلك من خلال ثلاث وسائل رئيسية: الوسيلة الأولى تتمثل في رفع مستوى التوزيعات مما قد يشجع حملة الصكوك على استخدامها في شراء أسهم المنشأة. خاصة وهم يدركون أن الصك في حد ذاته لا يعطى لحامله نصباً في أرباح المنشأة. أما الوسيلة الثانية فتستمثل في النص في قرار الإصدار على أن للمنشأة الحق في رفع سعر التنفيذ. حينئذ يتوقع أن يسارع حملة الصكوك إلى تنفيذها دون إنتظار تحقيق المزيد من المكاسب، وذلك خشية أن تقوم المنشأة برفع سعر التنفيذ. وأخيراً. تتمثل الوسيلة الثالثة في جعل فترة التنفيذ قصيرة نسبياً. مما لا يتيح لحملة الصكوك فرصة للانتظار.

ورغم هذه المزايا فإن للصكوك بعض العيبوب من وجهة نظر المنشأة المصدرة لها. ومن أهم تلك العيوب أن تنفيذ الصكوك يعني زيادة عدد الأسهم العادية المتداولة, بشكل قد يترك أثراً عكسياً على ربحية السهم "Dilution" وعلى قيمتة السوقية بالتبعية, وذلك على نحو ماثل لما يحدثه اشتقاق الأسهم والتوزيعات في صورة أسهم, التي سبقت الإشارة إليها في الفصل الأول. لذا, فإن التشريعات عادة ما تلزم المنشأة بنشر معلومات عن ربحية السهم, بما يتيح فرصة أفصل للمستشمرين الخاليين والحتملين لتقدير الأثر العكسي الذي تحدثه الصكوك.

أما بالنسبة للمستثمر فتحقق له الصكوك مزايا تفوق تلك التي عكن خقيقها من اختيار الشراء "Call Option". فالصك شأنه شأن اختيار الشراء يتيح فرصة مستقبلة لشراء عدد من الأسهم، وذلك في

مقابل استثمار يتمثل في مبلغ صغير يدفع مبدئياً. على أن يدفع الباقي وقت التنفييذ (٤). وهذا يعني - في ظل فكرة الرفع المالي - إمكانية خَقيق عائد بمعدل مرتفع.

يضاف إلى ذلك أن الصكوك - شأنها في ذلك شأن اختيار الشراء - خقق للمستثمر حماية ضد ارتفاع محتمل في أسعار الأسهم التي يخطط لامتلاكها. مع إمكانية خمقيق قدر من الأرباح الرأسمالية. ذلك أنه يمكن للمستثمر أن يشتري الأسهم العادية التي يرغب في امتلاكها في ذات الوقت الذي يشتري فيه الورقـــة الماليـــة التـــــي يصحبها البصك (سند أو سهم متاز) الذي يعطيه الحق في شراء أسهم عادية مستقبلاً. وإذا ما ارتفعت القيمة السوقية للأسهم مستقبلاً فيمكن بيعها بسعر السوق محققاً بعض الأرباح.

ثم يستخدم الصكوك بعد ذلك في شراء الأسهم من النشأة بالسعر المنصوص عليه، والذي سيكون بالطبع أقل من القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ.

وإذا كانت للصكوك تلك الزايا من وجهة نظر المستثمر. فإن لها بعض العيوب. أولها أن قيمة الصك - كما هو الحال بالنسبة للإختيار - ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالقيمة السوقية للسهم. بعنى أن الصك تكون له قيمة

⁽٤) بالنسبة للإختيار يتمثل البلغ المدفوع في قيمة المكافأة. أما بالنسية للصك فالمبلغ يتمثل في الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء الورقة المالية التي يصحبها الصك وبين القيمة السوقية للورقة فيما لو لم يصحبها صك.

بالنسبة للمستثمر إذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أعلى من سعر التنفيذ أما إذا ظلت دون ذلك طوال فترة التنفيذ فلن يكون للصك أي قيمة. وهذا يعني أمرين: أولهما أن خقيق الأرباح مشروط بطول فترة التنفيذ بمعنى أنه كلما طالت فترة التنفيذ كلما زاد احتمال ارتفاع القيمة السوقية للسهم ، وأن تصبح للصك قيمة بالنسبة لحامله أما الأمر الثاني فهو إذا كان الرفع المالي الذي يتسم به الإستثمار في الصكوك يعني خقيق أرباح بمعدلات عالية. إذا ما ارتفعت القيمة السهم، فإنه يعنى من ناحية أخرى خقيق خسائر القيمة السوقية للسهم أقل من سعر التنفيذ.

يضاف إلى ذلك عيب آخر هو أنه عندما تقرر المنشأة إجراء توزيعات في شكل أسهم، أو تقرر اشتقاق الأسهم فإن القيمة السوقية للسهم تنخفض إلى مستوى قد يستحيل معه تنفيذ الصك، نظراً لاتساع الفجوة بين القيمة السوقية للسهم وبين سعر التنفيذ، الأمر الذي يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن شراء الإصدارات التي تصاحبها تلك الصكوك، فإنه قد ينص على أن يتبع الاشتقاق أو توزيع أرباح في صورة أسهم تخفيض سعر التنفيذ، أو زيادة عدد الأسهم لكل صك.

وفي الصفحات المتبقية من هذا القسم سوف نلقي المزيد من الضوء على الجوانب الأساسية لتلك الصكوك، وذلك من خلال مثال مفترض لنشأة تفكر الآن في إصدار سندات بقيمة ٥ ملايين جنيه، وأنها تدرك حاجتها المستقبلة إلى ٣ ملايين جنيه إضافية تصدر بها أسهماً عادية

وذلك خلال أربع سنوات. في ظل هذه الظروف قد يكون إصدار الصكوك أمراً مفضلاً. وذلك على أساس أن تزيد من جاذبية السندات. كما تتيح فرصة أفضل لتصريف الأسهم العادية عند إصدارها.

ولنبدأ بافتراض أن المنشأة سوف تصدر مع السندات صكوكاً سارية المفعول لمدة ٤ سنوات بمعدل ٣ صكوك لكل سند, ويعطى الصك الواحد الحق في شراء سهم واحد بسعر تنفيذ قدره ١٠٠ جنيه. ومن المتوقع بالطبع أن يكون السعر المذكور أعلى من القيمة السوقية للسهم وقت إصدار الصك, وإلا سارع حامل الصك إلى تنفيذه بمجرد صدوره. وحيث إن المنشأة تخطط مستقبلاً للحصول على ٣ ملايين جنيه في صورة أسهم عادية. فإنه يصبح من المتوقع إصدار ٣٠٠٠٠ سهم (٣٠٠٠٠ جنيه للسهم لتصل إلى سعر التنفيذ (١٠٠ جنيه للسهم).

وكما سبقت الإشارة فإن إصدار الصكوك قد يرفع من القيمة السيوقية للسند. وسوف نفترض أن السند سوف يباع بقيمة ٥٠٠ جنيه، في حين أن السند الماثل الذي سبق أن أصدرته المنشأة دون أن يصحبه صكوك يباع بسعر ٤٧٥ جنيهاً. وعثل الفرق (١٥ جنيهاً) في حقيقة الأمر القيمة السوقية للصك. وحيث إن المنشأة تخطط لإصدار سندات وبيعها بقيمة ٥ ملايين جنيه، فإن عدد السندات التي يتوقع إصدارها سوف يبلغ ١٠٠٠ سند (٠٠٠٠٠٠ بنيه).

وإذا ما ارتفعت القيمة السوقية للسهم خلال فترة التنفيذ لتصل السائد الله ١٢٠ جنيهاً. فحينئذ يصبح للصك قيمة ذاتية "Intrinsic Value" تعادل عشرين جنيهاً (١٢٠ جنيهاً - ١٠٠ جنيه). ويصبح من المتوقع تنفيذ الصكوك التي سبق إصدارها. مما يعنى إمكانية بيع ٣٠٠٠٠ سهم النفيذ الصكوك التي سبق إصدارها. مما يعنى إمكانية بيع ١٠٠٠٠ سهم الموارد المائية التي خططت للحصول عليها خلال أربع سنوات (٣ ملايين جنيه). وحيث إن المستثمر قد دفع ٢٥ جنيهاً إضافية لكل سند (٥٠٠ جنيهاً وأن السند الواحد يصحبه ٣ صكوك قيمة كل صك عشرون جنيهاً. فإنه يكون قد حقق ربحاً قدره ٣٥ جنيهاً (٣ صكوك مكوك على ما حتيهاً - ١٥ جنيهاً. أما بالنسبة للمنشأة فقد حصلت على ما ختاجه من الأموال. كما وفرت على نفسها تكاليف تصريف الإصدار. وهكذا خققت الإستفادة للطرفين.

الأوراق الماليـة المخلقـة المتحاولـة في اسواق مستحدثة:

يقصد بالأوراق المالية الخُلقة "Securitization" تلك الأوراق المالية المقابلة للتداول في أسواق غير منظمة خلقتها بعض بيوت السمسرة، وكانت تلك الأوراق في الأصل استثمارات غير سائلة "Illiquid Assets" لا تتحول إلى نقدية إلا في تاريخ الإستحقاق، نظراً لعدم وجود سوق تتداول فيه. ومن الأمثلة على تلك الأصول في الولايات المتحدة قروض الإسكان فيه. ومن الأمثلة على تلك الأصول في الولايات المتحدة قروض الإسكان شيراء منزل للإسكان فيه، وبين مؤسسة مائية للإقتراض. وبمقتضى

الاتفاق يحصل الطرف الأول على قرض لشراء المنزل على أن تسدد فيمته على أقساط شهرية. وأن يتم رهن العقار لصالح المؤسسة العنية.

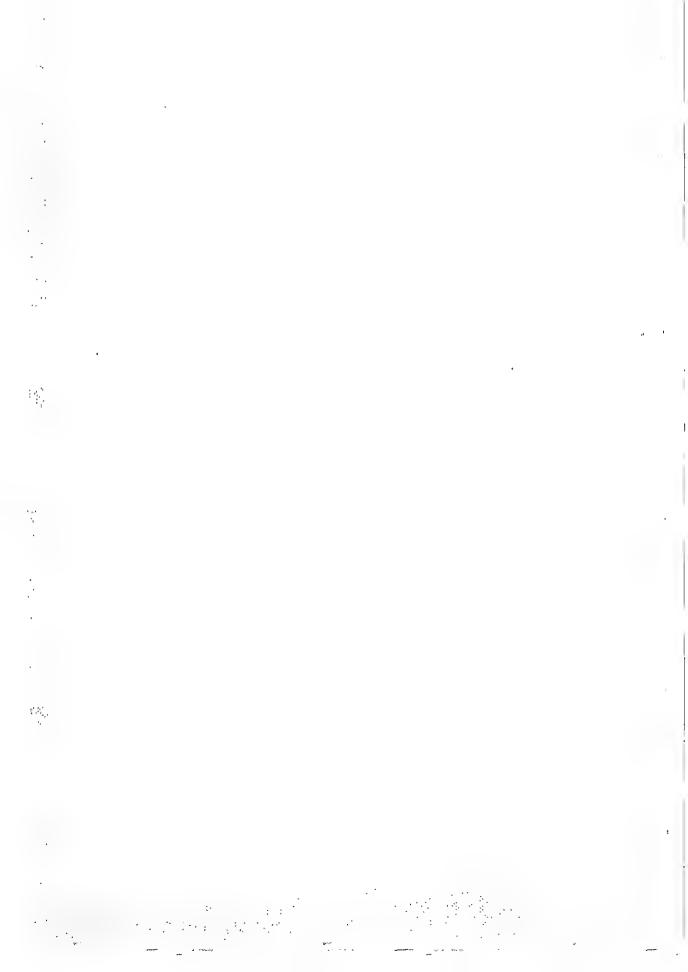
ولا تنتظر المؤسسة حتى تاريخ الإستحقاق لاستعادة قيمة تلك القروض بل تصدر في مقابلها صكوكاً قابلة للتداول "Mortgage-Backed Securities". وتستخدم ومضمونة بتلك القروض من فوائد وأقساط في خدمة الصكوك التي تم إصدارها. ولتيسير تداول تلك الصكوك عادة ما يصدر الصك بقيمة إسمية صغيرة. كما قد يؤمن عليه من قبل مؤسسة حكومية للتأمين. وفي حالة فشل المقترض (مشترى العقار) في الوفاء بما عليه من إلتزامات، تقوم مؤسسة التأمين بسداد مستحقات حامل الصك. على أن تقوم خيما بعد ببيع العقار والحصول على مستحقاتها. وتعتبر قروض خيما بعد ببيع العقار والحصول على مستحقاتها. وتعتبر قروض خيما بعد ببيع العقار والحصول على السيارات التي تقدمها المصارف ذلك في مجالات آخرى مثل قروض شراء السيارات التي تقدمها المصارف والقروض التجارية.

بل وامتدت الفكرة إلى القروض التي حصلت عليها دول العالم الثالث من مصارف عالمية، ثم تعشرت في سدادها. فلكي تتجنب المصارف المعنية الآثار السلبية لمثل هذه المشكلة والتي قد تنتهي بإشهار إفلاس المصارف، فقد قامت بالتعاون مع بيوت سمسرة متخصصة بخلق سوق تتداول فيه هذه القروض؛ إذ تعرض خلك البيوت يومياً أسعار بيع وشراء تلك "Bid-Offer Price" كل قرض متاح للتداول. ولكن ما هي دوافع شراء تلك القروض؟ ومن هو مشتربها؟

عادة ما تباع تلك القروض بخصم كبير على قيمتها، ومن ثم فإن معدل العائد الذي يمكن أن يحققه المشتري (المستثمر) يكون مرتفعاً وبندر أن يتحقق له في مجال آخر. ومن المتوقع بالطبع أن يكون للمستري وسائل - لا تتاح للمصارف المقرضة - يمكن بمقتضاها لحصيل قيمة القرض. ويشير الواقع العملي إلى أن المشترين لتلك القروض هي شركات دولينة لها نشاط في الدولة المدينة، ومن ثم فإنها تتقيم لحكومة الدولة المعنية بطلب لسداد القرض بألعملة الحلية. ثم تقوم باستخدام الحصيلة في تمويل عملياتها في تلك الدولة. وبالطبع يلاقي هذا الإجراء ترحيباً من الحكومة العنبة، لا سيما أن السداد سيتم بالعملة الحلية وليس بعملة أخرى.

الخلاصيبية

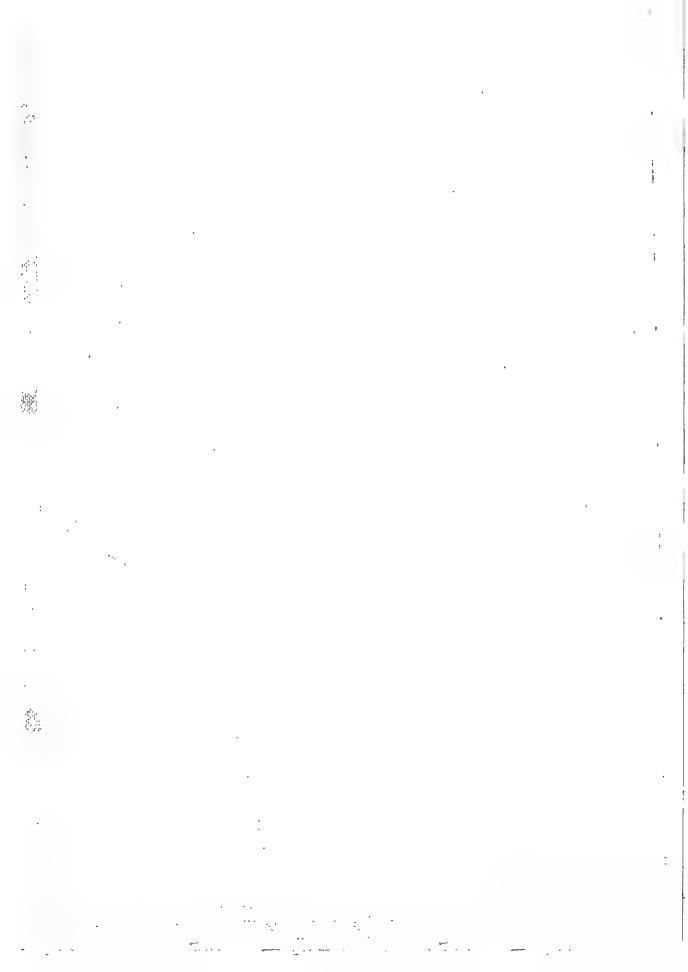
تتداول معظم الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الحكومة في الأسواق المنظمة وغير المنظمة، أما الباقي فيحتكر المصرف المركزي ووزارة الخزانة في الدولة تداولها. أما بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة أو منشآت الأعمال في تداول في سوق النقد، وهي سوق غير منظمة تشتمل على عدد من بيوت السمسرة المصارف التجارية وما يماثلها. وإلى جانب أسواق رأس المال وأسواق النقد هناك أسواق الإختيار ويقصد بها هنا الأسواق المنظمة التي تتداول فيها إختيارات الشراء والبيع، إضافة إلى أسواق أخرى غير منظمة تخلقه؛ بيوت سمسرة و تتداول فيها الصكوك التي تعطي لحاملها الحق في شراء الأسهم العادية التي تصدرها بعض منشآت الأعمال، وأسواق أخرى مماثلة تتداول فيها الخرى مماثلة تتداول فيها الأوراق المالية الخلقة.





تتم

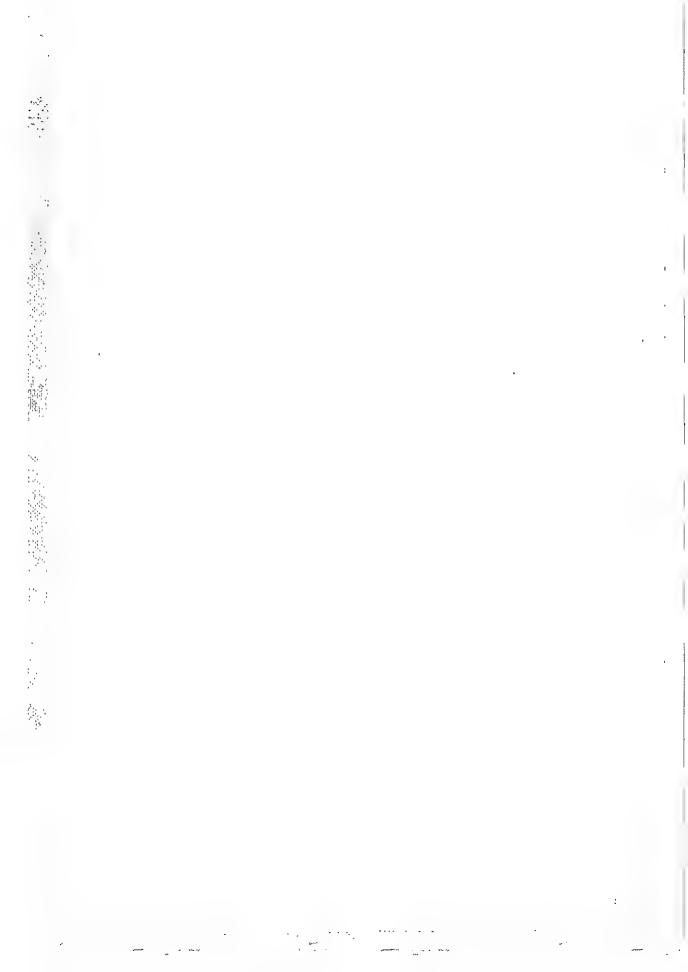
급



تضمن الباب الأول - فيما تضمن - الأوراق المالية المتداولة في أسحواق رأس المال. ويلاحظ على تلك الأوراق أنها تلائم أساساً كبار المستثمرين الذين تتوافر لديهم خبرة ومعرفة بأسواق رأس المال. سواء كانوا موسسات أو أفراداً. ولكن ما هو سببل صغار المستثمرين، والمستثمرين الذين لا نتوافر لديهم معرفة بالإستثمار في الأوراق المالية؟ الإجابة تكمن في صناديق الإستثمار التي خصص لها الباب الثاني.

فصناديق الإستثمار هي تشكيلات من الأوراق المالية الختارة بدقة وعناية, ليناسب كل منها أهداف فريق معين من المستشمرين الحتملين. أما جمهورها المستهدف فهم أساساً المستثمرون الذين لا تتوافر لديهم موارد مالية كافية لبناء محفظة (تشكيلة) خاصة من الأوراق المالية, والمستثمرون الذين قد تتوافر لديهم الإمكانيات المالية, ولكن تنقصهم الخبرة والمعرفة, أو لا يتوافر لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك التشكيلة.

وفي تناولنا لصناديق الإستثمار سوف نعرض في المفصل الثالث – الذي هو الفصل الأول من الباب الثاني – لماهية تلك الصناديق. ثم نتناول في الفصل الرابع كيفية تنظيمها وإدارتها. غير أن ما جدر الإشارة إليه هو أن صناديق الإستثمار هي الوليد الشرعى لمؤسسات مالية يطلق عليها شركات الإستثمار. ومن ثم يصبح لزاما أن نعرض لتلك الشركات، من خلال تناول محتويات هذا الباب.



الفصل الثالث ماحية عناديق الإستعار

عادة ما ينصح المستثمر الذي بمثلك مدخرات محدودة. بأن لا يستثمرها في أوراق مالية. نظراً لاحتمال عدم كفاية ثلك المدخرات لشراء تشكيلة من تلك الأوراق. يكون من شأنها تخفيض حجم الخاطر التي قد تتعرض لها مدخراته. فوفقاً لأساسيات الفكر في مجال الاستثمار لا ينبغي على المستثمر أن يوجه مدخراته لشراء ورقة مالية واحدة (الأسهم أوالسندات التي تصدرها منشأة معينة) بل يجب شراء تشكيلة من الأوراق تصدرها عدد من المنشآت. لكي يتحقق له القدر من التنويع الذي يوفر له حماية مناسبة ضد تقلب القيمة السوقية لكونات تلك التشكيلة. وهذا ما يعبر عنه بالقول بألا يضع المرء كل ما يمكن تنفيذها من خلال تنويع مجال الإستثمار بسياسة التنويع. التي يمكن تنفيذها من خلال تنويع ماركوتز أو من خلال التنويع الساخج أي البسيط، على النحو الذي سوف ماركوتز أو من خلال التنويع الساذج أي البسيط، على النحو الذي سوف نشير إليه في الفصل الخامس.

مثل هذا التنويع قد يصعب على صغار المستثمرين فقيقه. فالتنويع بالنسبة لهولاء قد ينظوي على شراء كميات كسرية (أقل من ١٠٠ سهم أو سند) ما يعني ارتفاع تكلفة المعاملات، إضافة إلى دفع سعر لشراء الورقة يفوق السعر الذي تشتري به في داخل كمية غير كسرية (١٠٠ سهم أو سند أو مضاعفاتها). بعبارة آخرى لا يوجد سبيل يجعل

عملية الإستثمار مربحة. سوى شراء عدد ملائم من الأوراق المالية وبكميات غير كسرية، وهو ما لا يمكن لصغار المستثمرين خميقه.

ولإلقاء المزيد من الضوء على هذه النقطة. دعنا نفترض أن سعر السهم العادي في رأس مال إحدى المنشآت هو ١٠ جنيهاً للسهم الواحد. هذا يعني أن شراء كمية غير كسرية قوامها ١٠٠ سهم سوف يكلف المستثمر ١٠٠٠ جنيه. وإذا ما التزم المستثمر بأساسيات الفكر في مجال الإستثمار. والتي تقضي بضرورة الإستثمار في أوراق مالية لعشر منشآت تقريباً. فإن هذا يعني ضرورة توافر موارد مالية قدرها وتبلغ ١٠٠٠ جنيه. بفرض أن القيمة السوقية لأسهم تلك المنشآت متساوية وتبلغ ١٠ جنيها للسهم الواحد. وإذا ما أضيفت إلى ذلك تكلفة المعاملات. يصبح المبلغ المطلوب كبيراً نسبياً. من وجهة نظر العديد من المعاملات، يصبح المبلغ المطلوب كبيراً نسبياً. من وجهة نظر العديد من المعتثمرين في الكثير من الدول ومنها بعض الدول العربية.

ولا يعتبر صغر حجم المدخرات السبب الوحيد لإحجام المستثمرين عن الإستثمار الباشر في الأوراق المالية. فهناك مستثمرون تتوافر لديهم موارد مالية وفيرة تمكنهم من شراء تشكيلة مناسبة من الأوراق المالية. إلا أنهم يحجمون عن ذلك إما لعدم توفير الخبرة والمعرفة لإدارة مثل هذه التشكيلة. أو لعدم توفر الوقت الكافي لديهم. ولتلبية احتياجات هؤلاء المستثمرين أنشئت شركات متخصصة في بناء وإدارة تشكيلات Public" Public أو صناديق للإستثمار. تتيح لهم شراء عدد من الحصص في تلك الحافظ. بما يتناسب مع ما يتوافر لديهم من موارد مالية. ويطلق على هذه الشركات بشركات الإستثمار. وفي هذا الفصل نعرض لماهية

تلك الشركات. وذلك في ثلاثة أقسام. القسم الأول ويتناول تصنيف شركات الإستثمار ثم القسم الثاني ويعرض لتصنيف صناديق الإستثمار التي تشكلها وتديرها تلك الشركات. وأخيراً. يختتم الفصل بالقسم الثالث الذي يلقي الضوء على مزايا تلك الشركات والإنتقادات التي توجه إليها.

تكنيف شركات الإستثمار:

شركات الإستثمارة "Investment Companies" هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات. لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة. ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله. أما الأوراق المكونة للتشكيلة فهي من النوع ذات التداول العام "Publicly Traded Securities" مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزانة. وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة، فحقه يتمثل فقط في حصة في التشكيلة ككل، يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك. وشركات الإستثمار بهذا المفهوم تختلف عن شركات التمويل "Finance Companies" التي هي نوع من المؤسسات المالية, تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات، إضافة إلى ما قصل عليه من قروض من مصارف تجار أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم القروض قصيرة الأجل أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم القروض قصيرة الأجل

"Securities & Exchange قبير البيات المتحدة الأمريكية بين الشركات "Commission (SEC)" في الولايات المتحدة الأمريكية بين الشركات القابضة للإستثمار "Investment Holding Companies" وبين شركات الإستثمار "Investment Companies". ويقصد بالنوع الأول الشركات التي تهدف إلى السيطرة على المنشآت التي تستثمر فيها أموالها. من خلال امتلاك حصة كبيرة نسبياً من الأسهم العادية للمنشأة المعنية. أما النوع الثاني فيقصد به الشركات التي تستثمر أموالها في تشكيلات (محافظ أو صناديق) من الأوراق المالية. بهدف خقيق عائد دون تعريض المستثمر نخاطر كبيرة. وهذا النوع الأخير هو مجال الإهتمام في هذا الكتاب.

"Investment Company Act" الإستثمار شيات الشهادة الشهادة الأمريكي. تلك الشركات في ثلاث مجموعات: شركات الشهادة الإسمية، وودائع وحدة الإستثمار، وشركات الإستثمار المدار، وبالنسبة للسركات شهادات القيمة الإسمية الإسمية Companies" ففيها يشتري المستثمر شهادة يُحدُدُ فيها مبلغ يُستحق له في تاريخ معين. وكما يبدو فإن العلاقة بين المستثمر والشركة لا تخرج عن كونها علاقة دائن بمدين. ونظراً لندرة هذا النوع من الشركات، فسوف يركز هذا القسم على النوعين الآخرين.

أولاً: ودائع وحدة الإستثمار:

ودائع وحدة الإستئمار "Unit Investment Trust" هي نوع من شركات الإستثمار التي تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية لا يطرأ عليها أي تغيير

إلا نادراً. وذلك حسس تاريخ انقيضاء الشيركية (١). وتتكون ودائع وحدة الإستثمار بواسطة كفيل "Sponsor" غالباً ما يكون بيتاً للسمسرة. يقوم بشراء تشكيلة من الأوراق المالية (غالباً سندات) ثم يقوم بإيداعها لدى أمين "Trustee" عادة ما يكون أحد المصارف التجارية. والذي يقوم بدوره بإصدار شهادات قابلة للاسترداد "Redeemable Trus" تباع للجمهور. وتعطي الشهادة لحاملها الحق في الحصول على حصته من فوائد السندات، إضافة إلى حقه في استرداد قيمة المبلغ المستثمر وذلك عندما يحبن تاريخ استحقاق السندات المكونة للتشكيلة. هذا ويتم سداد الفوائد وأصل الإستثمار بواسطة الأمين. وكما يبدو فإن الكفيل لا يؤدي دوراً يذكر في إدارة الإستثمار بواسطة الأمين. وكما يبدو فإن الكفيل لا عليها ضئيلة وتبلغ نسبتها السنوية في المتوسط ١٥ ر٪ من القيمة الصافية للأصل "(Net Asset Value (NAV) القيمة القيمة القيمة المسوقية الصافية الإستثمارات (بعد طرح المستحقات) على عدد الوحدات المصدرة (١).

ولكن كيف يحصل الكفيل على أتعابه؟ يحصل عليها مقدماً وذلك بأن يبيع الوحدة بقيمة تعادل قيمتها الصافية (NAV) مضافاً إليها قيمة الأتعاب. ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن ببتاً للسمسرة قام بشراء سندات بقيمة قدرها مليون جنيه, أودعها لدى أحد المصارف التجارية الذي أصدر في مقابلها ١٠٠٠ شهادة, تباع الواحدة بسعر ١٠٤

⁽۱) في الملكة التحدة مكن أن يجري تغيير مستمر في مكونات التشكيلة وفي القيمة الكلية للمبلغ الستثمر شأنها في ذلك شأن شركات الإستثمار ذات النهاية الفتوحة التي سنعرض لها فيما بعد.

⁽١) الشهادة التي يحصل عليها المستثمر توضح عدد الوحدات المشتراة.

جنيهات. هذا يعني أن حصيلة البيع سوف تبلغ ١٠٠٤ مليون جنيه، منها مليون جنيه تغطي منها مليون جنيه تغطي ربح الكفيل إضافة إلى ما تكيده من مصروفات بيعية بما فيها عمولة البنك (٣).

وإذا ما تأمل القارىء الشكل القانوني لوديعة وحدة الإستثمار سوف يجده في حقيقية الأمر اقاداً وليس شركة؛ لأن الكفيل أو المؤتمن لا يبذل مجهوداً يذكر لذا فإن ما يباع للمستثمر يطلق عليه وحدة "Unit" وليس سهماً عادياً كما هو الحال في شركات الإستثمار فالكفيل يكاد ينتهي دوره بمجرد بناء التشكيلة والأمين يكاد يتلخص دوره في إصدار الشهادات وقصيل الفوائد المستحقة عليها تمهيداً لدفع قيمتها لحملة الشهادات (الوحدات). كما يدفع لهم أيضاً القيمة المستردة في تاريخ استحقاق الشهادة.

هذا وببلوغ تاريخ الإستحقاق للسندات المكونة للتشكيلة كافة بنقضي الإخسساد. الذي عادة ما لا يتجاوز عصره في المتوسط عن ستة شهور وذلك في حالة تركيبز الإستثمار في أوراق مالية قصيرة الأجل. أما عندما تتكون الوديعة من سندات طويلة الأجل. حينئذ قد عمر الإخاد ليصل إلى عشرين عاماً. ومن أبرز الأمثلة على هذه الإخادات تلك التي تكونها بنكيرات الإستثمار مثل مؤسسة ماريل لنش "Salomon Brothers" ومؤسسة إخوان سالون "Salomon Brothers" إذ

⁽٣) لغرض التيسير والتسهيل اقترضنا عدم وجود تكلفة للمعاملات.

يقومان بشراء سندات حكومية بئات الملايين. ثم إعادة بيعها للمستثمرين على شكل أسهم "Shares" تصدر بها شهادات ملكية. وقد تمثل الحصة سنداً كاملاً أو جزءاً منه.

يطلق على الشهادة الدالة على الحصة في مجموعة السندات التي تتعامل فيها مؤسسة ماريل لينش "تيجرز" أي إتصالات الخزانة لإنماء الإستشامل فيها مؤسسة ماريل لينش "تيجرز" أي إتصالات الخزانة لإنماء الإستشامار "Treasury Investment Growth Receipts (TIGRS)". أما مؤسسة إخوان سالون "Salomon Brothers" فيتطلق على الشهادة الكاتس" أي شهادات التراكم على الأوراق المالية التي تصدرها وزارة الخسرزانة "Certificates of Accrual on Treasury Securities (CATS)" الأمريكية. ولا يباع الإيصال أو الشهادة بالقيمة الإسمية المدونة عليه، بل يباع بخصم يتزايد كلما طال تاريخ الإستحقاق. الذي عنده يحصل بل يباع بخصم يتزايد كلما طال تاريخ الإستحقاق. الذي عنده يحصل وقيمة المتشمر على أي عائد خلال حيازته للشهادة أو الإيصال. أخرى. لا يحصل المستثمر على أي عائد خلال حيازته للشهادة أو الإيصال. لذا يطلق على تلك الحصص بالأصفار "Zero". وليس من الضروري بالطبع أن يحتفظ المستثمر بالإيصال حتى تاريخ الإستحقاق، إذ يمكن بيعمه لمستثمر آخر، وذلك من خلال بيوت السمسرة في الأسواق غير بيعمه التنظمة. التي سنشير إليها في الكتاب الثاني من هذه السلسلة.

وعلى الرغم من جاذبية هذا النوع من الإستثمار إلا أنه يعاب عليه التزام السنتمر بإضافة عائده السنوي في إقراره الضريبي. لا سيما وأن العائد قد لا يتحقق بالضعل إلا في تاريخ الإستحقاق. الذي قد

بكون لاحمقاً لتاريخ تقديم الإقرار. أما كيفية حساب العائد فتتم باستخدام فكرة معدل العائد الداخلي التي عادة ما تعرض له مؤلفات الإدارة المالية. حيث يتمثل الإستثمار المبدئي في القيمة المدفوعة لشراء الإيصال. أما التدفقات النقدية المستقبلة فتتمثل فيما سوف يحصل عليه المستثمر في تاريخ الإستحقاق. أي القيمة المدونة على الإيصال أو الشهادة.

وثمة ميزتان أساسيتان لودائع وحدة الإستثمار. أولها أن المستثمر لا يتكبد عادة تكاليف للإدارة؛ إذ لا يوجد أصلاً عبء إداري يذكر. ثانيها أنها تتيخ لبيت السمسرة جذب صغار المستثمرين الذين لا تكفي مواردهم للإستثمار المباشر في السندات. ونضيف ميزة أخرى هي وجود سوق ثانوي "Secondary Market" أي سوق ثان يتيخ للمستثمر التخلص من شانوي "غوقت، دون انتظار لتاريخ الإستحقاق. وقد يتم ذلك من خلال الأمين (المصرف التجاري الخنتص) أو من خلال الكفيل (بيت السمسرة).

ونظراً لعدم وجود التزامات على وحدة الإستثمار. فإن القيمة الصافية التي تباع بها الوحدة يتم حسابها مباشرة بقسمة القيمة السوقية للسندات الكونة للتشكيلة – في تاريخ عرض الوحدة للبيع – على عدد الوحدات المصدرة. وإذا ما تقدم للستثمر بالشهادة للأمين لاسترداد قيمة الوحدات التي تتضمنها. فإنه قد يقوم ببيع عدد من السندات – التي حت يده – ما يكفي لتغطية القيمة النقدية المطلوبة. ونضيف أن وقوف بيت السمسرة (الكفيل) على استعداد دائم لشراء

الوحدات التي يطرحها المستثمرون للبيع، من شأنه أن يسهم في بناء مخزون منها يمكنه من تلبية أوامر الشراء الجديدة. أما سعر إعادة البيع في تمتمثل في القيمة الصافية للأصل أو الوحدة "NVA" وقت إبرام الصفقة, يضاف إليه مبلغ يعادل المبلغ الذي كان قد دفعه المستثمر الأصلي الذي اشترى الوحدة عند تكوين ودائع وحدة الإستثمار، وهي تساوي – في المثال الذي سبقت الإشارة إليه – أربعة جنيهاتً للوحدة (2 ألف جنيه مقسومة على ١٠٠٠ وحدة).

وطالبًا نحن بصدد ودائع وحدات الإستثمار، قد يكون من الملائم إلقاء الضوء على صناديق الودائع العامة التي تكونها بعض المصارف التجارية.

صناديق الودائع العامة:

لا تخصيلف صناديق الدوائع العامسة "Common Trust Funds" التي تكونها المصارف التجارية, عن صناديق الإستثمار التي تكونها شركات الإستثمار على النحو الذي سنعرض له فيما بعد. في في الصناديق تتكون من أموال مستثمرين يقدمونها للمصرف ليقوم نيابة عنهم باستخدامها في بناء تشكيلة (محفظة) من أوراق مالية, يديرها لصالحهم من خلال إدارة مستقلة, في مقابل أتعاب محددة, وكما هو الحال في صناديق الإستثمار قد يقوم المصرف ببناء تشكيلات مختلفة من الاستثمرين. وقد عند نشاط تلك الصناديق إلى بناء محافظ لإستثمار أموال التأمينات والعاشات, التي تقدمها منشأة معينة للمصرف, ليديرها لصالح

العاملين لديها. ونختتم صناديق الودائع العامة بالإشارة إلى أن لتلك الصناديق مرايا عديدة تماثل مرايا صناديق شركات الإستشمار التي سنعرص لها في الصفحات التالية.

ثانياً: شركات الإستثمار المدار (١):

يطلق على شركات الإستشمار الدار "Management Companies" أو الشركات الإدارة "Management Companies". ويقصد بيها الشركات التي تؤدي فيها المدارة "Managed Companies". ويقصد بيها الشركات التي تؤدي فيها إدارة الشركة دوراً بارزاً في إدارة تشكيلة الأوراق المالية، وذلك تمييزاً لها عن ودائع وحدة الإستثمار التي لا يؤدي فيها الكفيل أو الأمين دوراً في هذا الشأن. وكنتيجة لذلك يتوقع أن تكون تكاليف بناء التشكيلة، وإدارتها أعلى في حالة شركات الإستثمار. ولم تقف التكاليف العالية حائلاً دون نمو تلك الشركات، ذلك أن معظم المستثمرين يعتقدون –أن مزايا الإدارة المسسست مرة للتشكيلة تفوق قيمة التكاليف العاليف الصاحبة. هذا وتنقسم شركات الإستثمار المدارة إلى شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة، وشركيات الإستثمار ذات النهاية

أ) شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة:

"Closed-End تشكل شركات الإستشمار ذات النهاية المغلقة Investment Companies" صناديق استشمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة "Closed-End Funds" التي يخول لها المشرع الحق

⁽٤) سوف يستخدم إصطلاح شركة الإستثمار ليعني شركة الإستثمار المدارة.

في إصدار أسهماً تباع للجمهور (٥)، إذ يتبع في إصدارها ذات الإجراءات التي تتبع في غيرها من الشركات، على النحو الذي سيعرض له الكتاب الثاني.

ولقد جاء مسمى هذا النوع من الشركات من أن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير. يستثنى من ذلك حالتان نادرتا الحدوث: الحالة الأولى هي حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق. على النحوالذي سنعرض له بعد قليل. أما الحالة الثانية فهي إصدار الشركة لأسهم جديدة. وعلى عكس شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة التي سنعرض لها في هذا القسم. وودائع وحدة الإستثمار التي سبقت الإشارة إليها، لا تبدي شركات الإستثمار ذات الأستثمار التي سبقت الإشارة إليها، لا تبدي شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة استعدادها لإعادة شراء أسهمها إذا ما رغب حاملها في منها.

فالطريق الوحيد المتاح لمن يرغب في بيع ما يملكه من تلك الأسهم أو من يرغب في شرائها بعد أن انتهى بنكير الإستثمار – الذي تولى إصدارها – من تصريفها، أن يصدر أمراً بذلك للسمسار الذي يتعامل معه، والذي يقهوم بدوره بتنفيذ الأمر إما في السوق المنظمة (البورصة) التي يتداول فيها تلك الأسهم أو في السوق غير المنظمة التي يطلق عليها المعاملات عبر المنضدة Over - the - Counter "(OTC) وذلك من خلال التجار وبيوت السمسرة التي يسمح لها بالتعامل في تلك الأسهم بيعاً وشراءاً وذلك على النحو الذي

⁽٥) سنفترض في هذا القسم أن الشركة تدير صندوقاً واحداً.

سنعرض له في الكتاب الثاني من هذه السلسلة.

وهذا لا يمنع من قيام الشركة بشراء أسهمها من السوق (المنظمة أو غير المنطمة) وإن كان ذلك أمراً نادراً. ومرهوناً بهبوط القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أقل من قيمة الأصل الصافية التي يتم حسابها وفقاً للمعادلة (١-١) شأنها، في ذلك شأن ودائع وحدة الإستثمار.

حيث ص تمثل القيمة السوقية للأصول أي القيمة السوقية للأوراق المالية التي استثمرت فيها الشركة مواردها، خ تمثل القيمة الدفترية للخصوم والتي قد تتمثل في قروض أو سندات مصدرة أو ما شابه ذلك. أما ن فتمثل عدد الأسهم العادية.

ويضيف المؤلف أنه لو كانت هناك أسهم متازة أصدرتها الشركة، حينئذ خسب قيمة الأصل الصافية على النحو التالي (1)؛

$$\frac{\omega - \dot{\zeta} - \alpha}{\dot{\zeta}} = \frac{\omega - \dot{\zeta} - \alpha}{\dot{\zeta}}$$
 ن

حيث م تمثل القيمة الإسمية للأسهم المتازة.

⁽٦) قيمة الأصل الصافية يقصد بها دائما قيمة الأصل الصافية للسهم العادي.

ولتوضيح الفكرة وراء قرار الشركة بشراء أو عدم شراء أسهمها من السوق، دعنا نفترض أن قيمة الأصل الصافية هي ٥٠ جنيهاً لكل سهم، في الوقت الذي يشترى فيه السهم من السوق بقيمة قدرها ٤٠ جنيهاً. في ظل هذه الظروف قد يكون القرار الأمثل هو قيام المدير المسؤول ببيع حصة واحدة من الأوراق المالية المكونة للصندوق بسعر ٥٠ جنيهاً. ثم استخدام حصيلتها في شراء (استرداد) سهم واحد بسعر ٤٠ جنيهاً.

وإذا ما استخدم ما تبقى معه وقدره ١٠ جنيهات في شراء أوراق مالية لتضاف إلى الصندوق، حينئذ سوف ترتفع قيمة الأصل الصافية لكل سهم لصالح ما تبقى من مستثمرين. وبالطبع يتوقف مقداد الزيادة على عدد الأسهم المشتراة والتي خقق من ورائها وفورات، كما يتوقف على سعر شراء السهم وعلى عدد الأسهم المتبقية.

هذا هو القرار الأمثل. ولكن أين ستجد الشركة مستثمراً مستعداً لدفع ٥٠ جنيهاً للحصول على سهم يباع في السوق بقيمة قدرها ٤٠ جنيهاً بعببارة أخرى ليس أمام الشركة سوى استخدام ما لديها من نقدية فائضة في إعادة شراء الأسهم, كرم عكنها الحصول على قروض لتمويل عملية الشراء. غير أن هناك من يؤكد على أن إدارة الصندوق عادة ما قجم عن شراء (استرداد) أسهمها. بهذا الأسلوب حتى لو كان في ذلك التصرف مصلحة أسهمها. بهذا الأسلوب حتى لو كان في ذلك التصرف مصلحة لحملة الأسهم. لاذا؟ لأن شراء الأسهم التي سبق إصدارها يعني

انخفاض قيمة الأصول الكلية "Total Asset Value". ونظراً لأن مكافأة الإدارة تحسب على أساس نسبة (حوالي ٥ر٪) من القيمة الكلية للأصول التي تديرها ، فإن تصرفها للشار إليه يحمل في طياته انخفاض قيمة المكافأة المستحقة لها. هذا إلى جانب أن استمرار الإدارة في شراء (إسترداد) الأسهم إلى النهاية, يعني تحول إستشمارات الصندوق إلى أموال سائلة, ولا تصبح هناك حاجة إلى خدمات الإدارة. ولعل هذا السيناريو يذكر طلاب الإدارة المالية بتكلفة الوكالة, وكيف أن الإدارة قد لا تسعى في كثير من الأحيان إلى تعظيم ثروة المالكين وذلك لحماية مصالحها الشخصية.

وعلى الرغم من أن القيمة السوقية لسهم شركة الإستثمار قد تكون أعلى من قيمة الأصل الصافية لكل سهم. بما يعني أن السهم يباع بعلاوة "At Premium" فإن الغالب هو أن تكون القيمة السوقية للسهم أقل من قيمة الأصل الصافية. هذا التباين بين القيمتين هو حقيقة واقعة. لها تفسيران: أحدهما يفسر بيع السهم بخصم، والآخر يفسر بيع السهم بخصم وعلاوة.

يتلخص التفسير الأول في تراكم العباء الضريبي نتيجة للتحسن الذي قد يطرأ على القيمة السوقية لبعض الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق. والتي تنعكس بالتالي على القيمة التي يباع ويشترى بها السهم العادى للشركة (٧). فلو أن مستثمراً ما

⁽٧) الأصل أن تكون القيمة السوقية للسهم، مساوية للقيمة السوقية للأوراق النائية التي يتكون منها الصندوق مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وذلك بفرض عدم وجود إلتزامات على الشركة.

اشترى السهم بقيمة تعادل قيمة الأصل الصافية لذلك السهم، والتي تعكس التحسن في القيمة السوقية لبعض الأوراق التي يتضمنها الصندوق. فإنه لا يكون قد استفاد شيئاً. ومع هذا فإنه عندما تباع تلك الأوراق وتدفع الشركة ضريبة على الأرباح الرأسمالية الحققة. فسوف يتحمل المستثمر المشار إليه جزءاً من تلك الضريبة. لذا, يصبح من المتوقع أن يحجم المستثمر عن شراء السهم بقيمة تعادل قيمة الأصل الصافية، ويصر على الحصول على خصم At المترببة التي سوف يتكبدها جراء ذلك "Discount" يعوضه عن الضريبة التي سوف يتكبدها جراء ذلك ينطبق على العبء الضريبي ينطبق أيضاً على عمولة السمسرة. وما ينطبق على العبء الضريبي ينطبق أيضاً على عمولة السمسرة. معنى المستثمر لا يقبل شراء السهم إلا بقيمة تعادل قيمة الأصل الصافية مطروحاً منها عمولة السمسرة التي يجب أن يدقعها عند شراء السهم.

أما التفسير الثاني لتباين القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية، فيكمن في توقعات المستثمر ذاته. فإذا كانت التوقعات مشجعة في شأن كفاءة الإدارة وفي شأن سيولة السهم الذي اشتراه (إمكانية التصرف فيه بسرعة دون خسائر تذكر أو دون خسائر على الإطلاق) فسوف يرتفع الطلب على الأسهم للصدرة وترتفع معه القيمة السوقية للسهم. إلى مستوى يفوق قيمة الأصل الصافية ليباع السهم بعلاوة. ومن ناحية أخرى إذا كانت توقعات المستثمر في شأن كفادة الإدارة أو في شأن سيولة السهم على الأسهم الصدرة غير مشجعة، فسوف ينخفض الطلب على الأسهم الصدرة

وتنخفض مته القيمة السوقية للسهم. إلى مستوى أقل من قيمة الأصل الصافية ليباع السهم بخصم (^).

ونضيف إن شراء المستثمرين لأسهم شركات الإستثمار عندما تباع بخصم. هو من الإستراتيجيات الشائعة, خاصة وأن الخصم قد تصل نسبته إلى ٤٠٪ من قيمة الأصل الصافية. أما السبب فهو أنه عندما تنكمش قيمة الخصم (أي الفرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية) بمضي الوقت أو ترتفع القيمة السوقية للسهم ليتحول الخصم إلى علاوة. يجني المستثمر أرباحاً غير عادية.

ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن قيمة الأصل الصافية للسهم هي ٣٠ جنيهاً. وأن السهم ذاته يباع في السوق بسعر ١٨ جنيهاً. وإذا ما حدث قسن في القيمة السوقية للتشكيلة الكونة للصندوق، بحيث ارتفعت القيمة السوقية للسهم بمقدار جنيه واحد ليباع ببلغ ٣١ جنيهاً. فسوف يحقق المستثمر الذي اشترى السهم بسعر ١٨ دولاراً أرباحاً رأسمالية قدرها ثلاثة جنيهات (٣١ جنيهاً مطروحاً منها ١٨ جنيهاً) عن السهم الواحد. وإذا قارنا حالة المستثمر للذكور بحالة نظرية لمستثمر آخر، كان قد اشترى من السوق – مباشرة – وحدة من تشكيلة عائلة لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها صندوق الإستثمار ذات النهاية المغلقة ببلغ قدره

⁽٨) عندما ينخفض الطلب على ورقبة مالية معينة يزداد هامش الربح الذي يطلبه التاجر من المستثمر الراغب في بيعها.

٣٠ جنيهاً, فإنه عندما ترتفع قيمة الوحدة إلى ٣١ جنيهاً, فإن أرباحه الرأسمالية لن تزيد عن جنيه واحد فقط (٣١ جنيهاً مطروحاً منها ٣٠ جنيهاً). وحتى لو لم ترتفع القيمة السوقية للتشكيلة وظل السهم يباع بخصم قدره جنيهان (٣٠ جنيهاً مطروحاً منها ٢٨ جنيهاً). فإنه إذا ما أجريت توزيعات للسهم قدرها ١٥٥ جنيه مثلاً. حينئذ يكون معدل العائد المتولد عن الإستثمار في أسهم الصندوق حينئذ يكون معال العائد المتولد عن الإستثمار في أسهم الصندوق الاسترى مباشرة وحدة من تشكيلة تتكون من الأسهم ذاتها التي يتكون منها صندوق الإستثمار.

هذا ويطلق على أسهم شركات الإستثمار ذات النهاية الغلقة بالصناديق ذات التحاول العام "Publicly-Traded Funds"، التي تنشر قيمتها السوقية يومياً في صحف المال. أما قيمة الأصل الصافية فينشر في جريدة وول ستريت "The Wall Street Journal" كل يوم إثنين، إذ يجد فيها المستثمر القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية، أما الفرق بينهما فيوضح ما إذا كان السهم يباع بعلاوة أو بخصم وذلك على النحو الموضح في جدول "-۱. مع ملاحظة أن القيمة السوقية للسهم تمثل آخر سعربيع به السهم المحمدة السهم المحمدة السابقة (نهاية الأسبوع في الولايات المتحدة الأمربكية).

جـــدول ۳-۱

الكيفية التي تنشر فيها الأسعار في صحيفة وول ستربت للصنادبق

ذات النهاية المغلقة

PUBLICITY TRADED FUNDS

PUBLICLY TRADED FUNDS

Friday, February 12, 1993
Following is a weekly listing of unaudited net asset values of publicly traded investment fund shares, reported by the companies as of Friday's close. Also shown is the closing listed market price or a dealer-to-dealer asked price of each fund's shares, with the percentage of difference.

Fund Name	Stock Exch.	Value	Stock Price	Diff.	
. Diversified		Stock Fun			
Adams Express	MAZE	20.76	-	3.36	
Allmon Trust	MYSE	70.35		4.59	
Baker Fentress	NAZE	21.16		- 14.34	
Blue Chip Value	NYSE	7.95		+ 0.63	
Gemini II Capital	NYSE	20.40		- 12.38	
Gemini II Income	NYSE	9.30		+ 31.72	
General Amen Invest	NYSE	26.80	28 V2	+ 6.34	
Jundt Growth Fd	NYSE	15.10	14.7%	- 4,80	
Liberty All-Star Egty	NYSE	10.88	11	+ 1.10	
Quest For Value Cap	NYSE	27.31	247/8	- 1.92	
Quest For Value Inco	NYSE	13.57	133%	+ 15.60	
Royce Value Trust	NYSE	- 13.11		- 3.70	
Salomon Fd	NYSE	15.27	1238	- 12.41	
Source Capital	NYSE	a42.91	48 1/2		
Tri-Continental Corp.	NYSE	28_57	25 7/4		
Worldwide Value	NYSE	14.64	12 54		
Zweig Fund	NYSE	-11.30	127/1		
	d End Bon		14.40	. (647	
CIM High Yield Secs	AMEX	7.79	774	- 0.51	
CIM HIGH Fleid Secs	ble Porifol		144	9.21	
	OTC	4.83	4	- 17.18	
America's All Seasn		9.13	10 V2		
Zweig Total Return F4			18.43	J. 13'61	
	Participall		934		
Pilgrim Prime Rate	MAZE	10.03	3.79	- 3.02	
Specialized Equity and Convertible Funds					
Alliance Global Env Fd	NYSE	11.55	10 Va	- 12,34	
American Capital Conv	NYSE	24.25	23 1/2		
Argentina Fd	NYSE	9,41	107/8		
ASA Lid	NYSE	bc33.42	367/2	+ 10.34	
Asia Pacific	MYSE	13.38	1259	5.64	
Austria Fund	MYSE	7.79	7 1/2	- 2.60	
Bancroff Convertibles	AMEX		2174		
Bergstrom Capital	AMEX	96.50	120 4		
BGR Precious Metals	TOR	be8.83	67/1		
Brazil .	NYSE	b14.69		- 1.29 + 4 27	
Brazilian Equity Fd	NYSE	b9.95	103/4	. + 4 27	

إن إضافة الأسهم المتازة والسندات إلى هيكل رأس المال. يمكن أن يؤدي إلى زيادة العائد المتولد عن إستثمارات الصندوق، وهو ما يترك أثره الإبجابي على القيمة السوقية للسهم. غير أن العكس يمكن أن يحدث. حقاً ترتفع القيمة السوقية للسهم عندما يكون معدل العائد على الإستثمار الذي يحققه الصندوق يفوق معدل الكوبون على السندات والأسهم المتازة, إلا أنه إذا كان معدل العائد على الإستثمار أقل من معدل الكوبون على السندات والأسهم المتازة, فإن انخفاض القيمة السوقية للسهم تكون النتيجة المتوقعة, فإن انخفاض القيمة السوقية للسهم تكون النتيجة المتوقعة, تطبيقاً لمفهوم المتاجرة بالملكية أو ما يطلق عليه بالرفع المالي، الذي عادة ما تعرض له المؤلفات في الإدارة المالية.

الأسهم المتازة للصدرة

وينظر إلى ثبات هيكل رأس مال شركة الإستثمار أي ثبات حجم الأسهم للصدرة، وكذا عدم إبداء الشركة استعدادها لإعادة ما سبق أن أصدرته من أسهم، على أنهما سمتان مثلتا قيوداً على نمو هذا النوع من الشركات. ومن ناحية أخرى فإن ما تتميز به شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة، من حيث استعدادها الدائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته من أسهم- كما سنشير فيما بعد - قد أملى عليها ضرورة الاحتفاظ بمستوى سيولة بمكنها من الاضطلاع بتلك المسؤولية.

ومن السمات الأخرى الميزة لشركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة, أنه لا يوجد تاريخ محدد مسبقاً لانقضاء الشركة. وأن التوزيعات والفوائد الخصلة إضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة, يتم توزيعها بالكامل على حاملي الأسهم. ومع هذا فإن معظم الشركات تسمح بل وتشجع على إعادة إستثمار تلك العوائد في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية, يتحدد عددها بناءً على في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية, يتحدد عددها بناءً على للسهم. فلو أن إحدى شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة قد أعلنت عن توزيعات قدرها جنيهان لكل سهم. وكانت القيمة المسوقية الصافية للأصل للسهم الواحد هي ١٠ جنيهاً, فإن المستثمر الذي عتلك ٥٠ سهماً يكون له الخيار بين الحصول على ١٠٠ جنيه (٠٠ جنيه (٠٠ جنيه على القيمة السوقية التي يكون قد بلغها حنيها)= يصرف النظر عن القيمة السوقية التي يكون قد بلغها سعر السهم . وإذا ما أراد المستثمر حساب معدل العائد على سعر السهم . وإذا ما أراد المستثمر حساب معدل العائد على

الإستثمار في أسهم شركات الإستثمار ذات النهاية الغلقة. فيمكنه ذلك من خلال المعادلة ٣-٢.

حيث س *. س تمثلان قبمة الأصول الصافية في نهابة المدة وفي أول المدة على التولي. أما ت فتمثل التوزيعات عتى حصل عليها المستثمر خلال المدة التي يحسب عنها المعدل.

ب) شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة:

تدير شركات الإستنامار دات النهاية المفتوحة Investment Companies "كالمستثمار بطلق عليها الصناديق المشتركة "Mutual Funds" وقد جاءت عبارة النهاية المفتوحة من أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدد ذلك أنه يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم العادية وبيعها، وإن كان لا يجوز لها إصدار سندات. وعلى عكس شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة، لا تتداول أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة بين الأفراد. بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما الأفراد. بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما المستثمرين، وهو ما تسعى إليه الإدارة، وذلك طالما أن ما قصل عليه من أتعاب يحسب على أساس القيمة الكلية للأموال المستثمرة في الصندوق.

هذا يعنى ضمنياً أن أسهم تلك الشركات لا تتداول في أسواق رأس المال المنظمة وغير النظمة ومن ثم لا تسجل أسهمها في تلك الأسواق. وبالتالي لا تكون لها قيمة سوقية. كما لا يوجد مجال للمساومة بشأن السعر. فالسعر الذي تشتري به الشركة أسهمها عادة ما يساوى قيمة الأصل الصافية للسهم. أما السعر الذي يباع به السهم فيساوى أيضاً فيمة الأصل الصافية للسهم إذا لم تكن هناك مصروفات شراء أما إذا كان هناك مصروفات للشراء فإن سعر السهم سوف يساوى قيمة الأصل الصافية مضافاً إليها قيمة تلك المصروفات. وعادة ما تقوم الشركة بحساب قيمة الأصل الصافية يومياً. أو حتى مرتين في اليوم الواحد. ويتم الحساب على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها صندوق الإستثمار. وقت إجراء الحساب. وفي بعض الشركات يتم حساب قيمة الأصل الصافية على أساس القيمة السوقية لحظة إبرام صفقة البيع أو الشراء. ولتوضيح كيفية حساب قيمة الأصل الصافية في ظل إبرام صفقات البيع والشراء. سوف نفترض أن الميزانية العمومية لشركة استثمار معينة هي على النحو الموضح في جدول ٣-١.

قيمة الأصل الصافية للسهم = ١١٠٠ – ١٠٠٠ جنيه

جـــدول ٢-٢ الميزانية العمومية لشركة الإستثمار في لحظة معينة في يوما ما (القيمة بآلاف الجنيهات)

٥٤٠٠	القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للتشكيلة
٤٠٠.	نفذية
۸٠٠	أوراق قبض
11	القيمة السوقية للأصول
1,1	خصوم متداولة
٥٠٠٠	القيمة السوقية لحقوق الملكية
· 11··	القيمة السوقية للخصوم

ولو أن الشركة أصدرت ٨٠٠٠ سهماً جديداً وباعتها بسعر يعادل قيمة الأصل الصافية للسهم أي بمبلغ ٤٠٠ ألف جنيه (٨٠٠٠ سهم × ٥٠ جنيهاً) فإن قيمة الأصل الصافية سوف تظل ٥٠ جنيهاً للسهم. كما تظل قيمة الأصل الصافية على ما هي عليه لو استردت الشركة عدداً من الأسهم بسعر يعادل قيمة الأصل الصافية, تطبيقاً للمعادلة ٦٠٠ أيضاً. أما لو انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للتسشكيلة إلى ٥٠٠٠ ألف جنيه بدلاً من ٥٤٠ ألف جنيه, حينئذ تنخفض قيمة الأصل الصافية إلى ٢٤ جنيهاً. والعكس يمكن أن يحدث لو ارتفعت القيمة السوقية للأوراق المالية التي تتضمنها التشكيلة.

قيمة الأصل الصافية =
$$\frac{11 \cdot - 11 \cdot \cdot}{1 \cdot \cdot}$$
 = عجنبهاً

وما يذكر أن شركات الإستثمار في الولايات المتحدة عادة ما تنشر أسعار الشراء "Bid Price" وأسعار البيع "Bid Price" وأسعار البيع "Bid Price" لأسهمها في صحيفة وول ستريت. ويتمثل سعر البيع كما سبق أن ذكرنا في قيمة الأصل الصافية للسهم، وذلك بالنسبة للصناديق التي لا يتحمل المستثمر فيها مصروفات شراء "Loading Fees" والتي تميز بالحرفين "NL" أي "No Loading Fees". أما بالنسبة لسعر البيع للصناديق التي يتحمل فيها المستثمر مصروفات شراء فتساوي قيمة الأصل الصافية مقسومة على (١- نسبة تكاليف الشراء التي يتحملها المستثمر). ويصور جدول "-" الكيفية التي تنشر بها تلك الأسعار في صحيفة وول ستريت.

وتنقسم شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة إلى شركات تقوم بتسويق إصداراتها من الأسهم من خلال منافذ توزيع (رجال بيع أو بيوت السمسرة) في مقابل رسوم شراء يدفعها المستثمر "Loading Funds" وشركات تقوم بتسويق أسهمها من خلال الإعلان عنها في وسائل الإعلان أو بالبريد. ومن ثم لا يتحمل المستثمر رسوماً للشراء (٩) "No-Loading Funds". وبالنسبة للنوع الأول عاد

⁽٩) كما ذكرنا بقوم التحليل على فرض أن شركة الإستثمار تدير صندوق واحد. أما في الخالات التي تدير فيه الشركة أكثر من صندوق فحينئذ قد تكون هناك صناديق بتم التسويق فيها من خلال منافذ توزيع، وصناديق أخرى لا يستعان فيها بنافذ توزيع حيث تقوم إدارة الصندوق بتولي المهمة بنفسها.

جدول ٣-٣ الكيفية التي يعلن فيها عن أسعار الأسهم للصناديق ذات النهاية المفتوحة

MUTUAL FUNDS

Friday, February 12,: 1993.

Prices for U.S. investment companies, as quoted by the National Association of Securities Dealers. NAV stands for net asset, value per share; the offering price includes net asset value plus maximum sales charge, if any, NL means there's no sales charge.

NAV Chy,	NAV Cha.	Mely. NAV Chg.
AAL Mutual: Bondp. 10,48 -,03 CapGro p 14,71 MunBd p 10.87 +,04 AARP Invst: CapGro	NAV Chs. DivGrAn 10.2015 EqidxAn 10.3909 FocGrA ShiDur SiBdAn 20.2402 SmCoinAn 10.3909 USGVA USTidxA 20.43 Benham Group: AdiGovn 10.0202 CaTFin 10.0202 CaTFin 10.15 + .04 CaTFS n 10.26 + .01 CaiTFHn 9.22 + .02 CaiTFLn 11.40 + .03 EqGron 11.9002 EurBdn 9.9704 GNMAn 10.9004	NAV Chg. Stratt 14.7423 TaxEx 12.04+.04 US Gytt 9.3904 Ulit 13.87+.03 ValAdt 18.7424 WWinc 9.06+.05 Wlowdt 14.0804 TC Cort 10.7724 TC Latt 9.4815 TCNorfp 10.13 Detaware Group: Trend p 13.3630 Value p 18.6215 Delcag p 23.8558 Dectri 17.0613 Dectril p 13.4716 Delawrenp 18.7209 Delch p 6.92+.01 USGovt p 9:0002 Treas p 10.1003 TxUS p 12.25+.05 Txins p 11.40+.04 TxFrPap 8.49+.03 Dimensional Fds: US Lrg 13.4512 US Small n 7.8403 US 6-10 n 11.0508
LimMtTr p .10.2001 Summit 9.6822 TF Int 10.72 +.01 WeingEq p 16.9933 AIM Funds C:	Tar2020 n 15.50 ÷.17 TNoien 10.6204 Berger Group: 100 n 13.7349	Japann 18.63 ± 36 UK n 18.09 = .46 Cont n 11.05 = .02 Fixen 102.29 = .27

ما لا يقل الحد الأدنى لرسوم الشراء عن ١٪ من قيمة الأصول الصافية. غير أنها نرتفع كلما انخفضت قيمة الصفقة وإن كانت لا تتعدى نسبتها في ظل القانون الأمريكي عن ٥٨٪. إلا أن اما بجدر الإشارة إليه أن النسبة الفعلية لتلك الرسوم عادة ما تزيد على ذلك. طائا أن مصروفات الشراء تخصم من أصل البلغ الستشمر فالمستثمر الذي يرغب ١٠٠٠ جنيه، قد تخصم منه مصاريف شراء قدرها ٨٥ جنيهاً. ليتبقى ٩١٥ جنيهاً تستثمر في شراء الأسهم(١٠٠).

هذا ولا تقتصر مهمة منفذ التوزيع على تسويق الأسهم. بل تمتد الى مساعدة المستثمر في التخطيط المالي لموارده. وفي اختيار صندوق الإستثمار الذي يناسب ظروفه. كما تتضمن المهمة تزويد المستثمر بالمنشور "Prospectus" أي صحيفة التسجيل التي تتضمن معلومات عن طبيعة نشاط الشركة. وأسماء أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين. ونسخة من عقد تأسيس الشركة ولوائحها. وما شابه ذلك.

وبالطبع لو أن الشركة من النوع الذي يسوق أسهمه مباشرة - عادة من خلال وسائل الإعلام - فلن يكون هناك محل لرسوم أو مصاريف الشراء، ومن ثم لا يخصم شيء من المبلغ المراد إستثماره. غير أن ما تجدر ملاحظته أن تلك الشركات عادة ما تفرض رسوم

⁽١٠) تختلف رسوم أو مصاريف الشراء عن عمولة السمسرة. فمصروفات الشراء على عكس عمولة السمسرة تخصم من المبلغ المراد إستثماره.

استرداد أو تصفية "Redemption or Liquidation Fees" إذا ما رغب المستثمر في التخلص مما ملكه من أسهم. وتتراوح تسبة تلك الرسوم مما بين ١٪. ٨٪ من قيمة الأصل الصافية وذلك اعتماداً على مدة الاحتفاظ بالسهم.

فمثلاً السحة، بعد شرائه بثلاثة شهور قد يتكبد رسوم استرداد بمعدل ١٪ أما المستثمر الذي يعرض السهم للبيع بعد احتفاظه به لمدة خمس سنوات أو أكثر فقد لا يتكبد رسوماً على الإطلاق. ولقد أخذت بعض شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة موقفاً وسطاً. فهي تقوم بالتسويق المباشر لأسهمها من خلال رجال بيع تابعين لها، في مقابل خمل المستثمر للمسهمها من خلال رجال بيع تابعين لها، في مقابل خمل المستثمر لمن وقد عمدت بعض بيوت السمسرة وشركات التأمين التي تدير صناديق الإستثمار إلى عدم خميل المستثمر لأي مصروفات مقابل أداء تلك الخدمة. وذلك سعياً منها لجذب المزيد من المستثمرين والحافظة عليسهم. هذا وسوف نعرض في القسم الربع من الفصل الرابع للكيفية حساب معدل العائد على الإستثمار للصناديق ذات النهاية الكافحة.

تعنيف صناديق الإستثمار :

عادة ما تشكل شركة الإستثمار عدداً من الصناديق، يدير كل منها فريق إدارة مستقل. ويمكن تصنيف تلك الصناديق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها، كما يمكن تصنيفها على أساس هدف الصندوق، والذي عادة ما يحدد بطريقة تلائم فئة معينة من المستثمرين.

تصنيف صناديق الإستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة:

يشير ربلي إلى إمكانية تصنيف تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الإستثمار في أربع مجموعات: صناديق أسهم عادية, وصناديق سندات, وصناديق متوازنة, ثم صناديق سوق النقد.

١) صناديق الأسهم العادية:

على البرغم من أن صناديق الأسبهم العادية كتلف فيما بينها Funds" تشتمل فقط على أسهم عادية، فإنها تختلف فيما بينها باخستلاف سيمات تلك الأسهم. فهناك البصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعية معينة بل ورما المنشآت العاملة في منطقة جغرافية معينة سوهكذا. لذا, فإن القرار الأولى البذي ينبغي أن يتخذه المستثمر هو منا إذا كان يرغب في استثمار أمواله في أسهم عادية أم لا؟. وإذا

كانت الإجابة بنعم، حنيئة يصبح قراره التالي هو اختيار نوعية الأسهم التي يفضلها.

ويمكن أن نميز في هذا الصدد بين نوعين من الصناديق؛ صناديق تدار باستمرارية ويقظة، وصناديق لا قظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة. ويقصد بالصناديق التي تدار باستمرارية ويقظة Managed تلادارة. ويقصد بالصناديق التي تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي تتحاول في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية "Intrinsic Value" في السوق بسعر عن تلك التي يزيد سعرها عن قيمتها الحقيقية. أما الحقيقية، ولتشتري تلك التي يقل سعرها عن قيمتها الحقيقية. أما "Passively Managed عن الإدارة من الإدارة التي تضمنها في تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً يذكر لإختيار التشكيلة التي تتضمنها. فهي تسعى إلى خقيق عائد يماثل العائد التي تتضمنها. فهي تسعى إلى خقيق عائد يماثل العائد الصندوق من تشكيلة الأوراق المالية ذاتها (الأسهم) التي يتكون منها أحد مؤشرات السوق (١١) ويطلق على هذا الصندوق بصندوق المؤشر "Index Funds"

وتقوم فكرة صناديق المؤشرات على فرض أن السوق كفء. بمعنى أن سعر السهم في السوق يعكس كافة المعلومات المتاحة التي لها أثر على قيمته السوقية. وفي ظل هذا الفرض لن يكون هناك سهم يباع

⁽١١) للمزيد عن تلك المؤشرات ومكوناتها. يمكن للقارىء الرجوع إلى كتاب الأوراق اللالية وأسواق رأس المال، للمؤلف.

بسعس أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية، ولن يكون من الجدي لإدارة صندوق الإستثمار أن تبذل الجهد وتنفق المال للبحث عن الأسهم التي تباع بسعر أقل أو أكثر من قيمتها الحقيقية.

غير أنه قد يصعب على إدارة الصندوق الحافظة على مكونات التسشكيلة، بذات النسب التي تتكون منها تشكيلة المؤشر المستهدف. أما السبب فهو أن الموارد المالية تأتي للصندوق بصفة مستمرة. وفي ظل صندوق يتكون من أسهم تصدرها ٥٠٠ منشأة مثلاً, قد لا يكون من الاقتصاد في شيء توزيع الموارد الجديدة – التي تصل يومياً – على شراء ٥٠٠ مجموعة من الأسهم. وبذات النسب التي يتكون منها المؤشر المستهدف. وتزداد صعوبة المسألة عندما تكون الموارد المتوافرة في يوم ماقليلة نسبياً.

٢) صناديت السندات:

يقصد بصناديق السندات "Bond Fund" تلك التي تتكون من سندات فقط. وفي هذا الصدد توجد صناديق تتكون من تشكيلة من سندات تصدرها منشآت الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة. بشكل يتسنى معه خدمة قطاع معين من المستثمرين. وهناك الصناديق التي تتكون من سندات مرتفعة الجودة. التي تولد عائداً منخفضاً نسبياً ولكنها تنطوي على مستوى منخفض من الخاطر، مما يتناسب مع ظروف المستثمر غير الراغب أو غير القادر على خمل الخاطر. كذلك هناك الصناديق الختلطة أي تلك التي تشتمل على مجموعات من السندات تتباين من حيث الجودة، وتتباين معها

الخاطر والعائد التولد. بما يتناسب مع فئات مختلفة من الستثمرين. الذين تختلف رغبتهم وقدرتهم على حثمل الخاطر.

ولا يقتصر الأمر على تلك الصناديق، فهناك كذلك الصناديق التي تتكون فقط من سندات تصدرها الحكومات الحلية. كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية. وتتميز تلك الصناديق بأن عائدها معفي من الضريبة ، وأنها تتيح للمستثمر فرصة الحصول على نصيبه من العائد على أساس شهري . هذا ويبلغ الحد الأدنى للإستثمار في مثل هذه الصناديق ٥٠٠٠ دولار.

٣) الصناديسق المتوازنسة:

يقصد بالصناديق المتوازنة "Balanced Funds" تلك التي تشتمل على مريح من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت. مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأسهم المتازة. لـذا, يطلق عليه أيضاً الصناديق المنوعة "Diversified Funds". وبالطبع تختلف نسبة الأسهم العادية باختلاف الأهداف الحددة للصندوق. فعندما يكون من بين الأهداف تحقيق عائد مرتفع نسبياً مع الرغبة في تحمل مخاطر متوسطة نسبياً, يتوقع أن ترتفع – إلى حد ما – نسبة الأموال الذي يستثمرها الصندوق في الأسهم العادية، أما عندما يكون في مفدمة الأهداف تحمل المستثمر لحد أدنى من الخاطر حينئد ترتفع نسبة الأوراق اللهداف على حساب الإستثمار في الأسهم العادية.

٤) صناديــق ســوق النقــد:

يقصد بصناديق سوق النقد "Money Market Funds" تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل. التي عادة ما تتداول في سوق النقد. أي من خلال مؤسسات مالية كالمصارف التجارية. إضافة إلى بيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق. ومن الأمثلة على الأوراق المالية قصيرة الأجل أذونات الخزانة. وشهادات الإيداع (الإستثمار). والكمبيالات المصرفية. ولقد ظهرت تلك الصناديق لأول مرة في الولايات المتحدة عام ١٩٧٣، وذلك عندما وصل العائد المتولد عن الإستثمار في تلك الأوراق مستوى مرتفعاً ثم يسبق لها الوصول إليه.

وإذا ما تأمل القارىء السمات الميزة لتلك الصناديق، لاتضح أنها تستجيب لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الإستثمارية. فالصندوق يتكون من أوراق مالية لا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة. كما أنها أوراق صادرة عن الحكومة أو المؤسسات المالية. وهي جهات تأتي الأوراق المالية الصادرة عنها في مقدمة الأوراق مرتفعة الجودة. لذا. فقد محمت تلك الصناديق في جذب المستثمر المحافظ الذي كان عادة ما يفضل استثمار أمواله من خلال الودائع الصرفية. أما السبب فهو أنها تدر في غالبية الأحيان، عائداً يفوق الحد الأقصى لسعر الفائدة المقرر على الودائع، في الوقت الذي لا يتحمل فيه المستثمر تكاليف الشراء حصص الصندوق "No-Load Fund".

يضاف إلى ذلك أن هذا النوع من الصناديق يعطي للمستثمر الحق في السحب منها في أي وقت دون تعرضه للغرامة. بل ويمكنه غرير شيكات في مقابلها. ولكن كيف له ذلك؟ تبرم إدارة الصندوق اتفاقاً مع أحد المصارف في هذا الشأن. وذلك في مقابل قيام المستثمر برد عدد من الأسهم التي يملكها تساوي في قيمتها قيمة البلغ المسحوب. كل ذلك بشرط أن لا يقل البلغ المسحوب عن حد معين تقرره إدارة الصندوق. وعادة ما يكون الحد الأدنى للمشاركة في أموال تلك الصناديق كبيراً نسبياً. ففي الولايات المتحدة الأمريكية قد يصل الحد الأدنى إلى ١٠٠٠٠ دولار. هذا وتصدر صحيفة وول ستربت في كل يوم إثنين من كل اسبوع قسماً خاصاً عن صناديق سوق النقد في الولايات المتحدة. يتضمن متوسط تواريخ الإستحقاق للتشكيلات الكوليات المتحدة. يتضمن متوسط تواريخ الإستحقاق للتشكيلات الكينة الكل صندوق.

ونضيف إلى ما سبق ذكره أنواع أخرى من الصناديق. من بينها الصناديق التي تتكون من سندات وأسهم متازة Bond and Preferred" "Stock Funds والصناديق التي تتكون من إستثمارات في صناديق استثمار أخرى "Mutual Funds" وهناك أيضاً الصناديق ذات السمات الخاصة "Specialty or Sector Funds" وهي صناديق تتكون من أو إق مالية للمنشآت التابعة لصناعة معينة، أو من أوراق مالية للشات مشتركة مثل صناديق الأوراق المالية للمنشآت صغ، أو النشات التي في مرحلة النهو. أما صناديق الأداء الخجم، أو للنشات التي في مرحلة النهو. أما صناديق الأداء "Performance (Go-Go) Funds"

تشكيلاتها للتغيير والتبديل المستمر. فبإدارة مثل هذه الصناديق لا تتردد في التخلص من أسهم منشأة معينة. إذا ما حدث قسن – ولو طفيف نسبياً – في قيمتها السوقية، إذا كان ذلك من شأنه فقيق أرباح رأسمالية صافية مهما تضاءل حجمها.

تصنيف صناديق الإستثمار وفقاً للأهداف المقررة:

يتحدد هدف صندوق الإستثمار بطريقة جذب له فئة معينة من المستثمرين. ويمكن أن نميز بين أربعة أهداف أساسية. هي: النمو. والدخل. والدخل والنمو. وإدارة الضريبة. إضافة إلى الصناديق ذات الأهداف المزدوجة.

١) صناديسق النمسو:

يهدف القائمون على إدارة صناديق النمو "Growth Funds" إلى فقيق فسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق. لذا, عادة ما تشتمل تلك الصناديق على أسهم عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو، بل ورما لنشآت معينة - في داخل تلك الصناعات - تظهر سجلاتها نمواً مضطرداً في المبيعات، وفي الأرباح المحتجزة التي تنعكس آثارها على القيمة السوقية للسهم، أي على نمو الأموال المستثمرة. وبإعادة استثمار الأرباح المحتجزة يتولد المزيد من الأرباح التي يعاد استثمارها مرة أخرى، لتنعكس على القيمة السوقية للسهم وهكذا. وعادة ما تناسب تلك الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في قبقيق عائد

مرتفع. في الوقت الذي يخضعون فيه لشريحة ضريبة عالية, خاصة في ظل نظام يكون معدل الضريبة فيه على التوزيعات والفوائد (الربح الإيرادي)مرتفعاً عن معدل الضريبة على الربح الرأسمالي (أي الربح الناجم عن بيع الإستثمار بقيمة أكبر من القيمة الذي سبق أن الشتري به). كما قد تناسب تلك الصناديق كذلك المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم فيها لتغطية نفقات معيشتهم.

٢) صناديت الدخيل:

تناسب صناديق الدخل "Income Funds" أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم. لذا عادة ما تشتمل التشكيلة على سندات وأسهم منشآت كبيرة ومستقرة "Blue-Chip" توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة. مثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يخضعون لشريحة ضريبية صغيرة، أو رما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق. وهو ما يعني عدم اهتمامهم بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

٣) صناديــق الدخــل والنمــو:

تستهدف صناديق الدخل والنمو Partially Income, Partially أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة، ويرغبون في الوقت نف عدة خقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم، مثل هذه الصناديق عادة ما تتكون من تشكيلة من الأسهم العادية والأوراق المالية ذات الدخل

الثابت (الصناديق المتوازنة). وعادة ما تمثل الأسهم العادية بتشكيلة واسعة قد تتضمن أسهم منشآت الخدمة العامة (مياه, كهرباء, هاتف ..) في مناطق تتسم بمعدل مرتفع للنمو السكاني. ويكن التسميسيز في هذا الصدد بين صناديق الدخل والنمو - Income" التي تعطي فيها الأولوية لهدف الدخل وصناديق النمو والدخل "Growth" التي تعطي فيها الأولوية لهدف النمو.

٤) صناديق إدارة الضريبة:

يقصد بصناديق إدارة الضريبة "Tax-Managed Funds" تلك الصناديق التي لا جُري توزيعات على السخمرين. بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح. في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها. وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طللا لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً. فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم، أما وعاؤها فهو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي المستثمر. هذا النوع من الصناديق رما يلائم المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة. كما قد يلائم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية عالية. في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الإيرادي أكبر من مثيله على الربح الإيرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي.

۵) الصناديق ذات الأهداف النزدوجة:

"Dual-Purpose Funds or Dual الصناديق ذات الأهداف المزدوجية Funds" هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة، التي مكنها

تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين: المستثمرون الذين يهدفون إلى الخصول على دخل "Income" من استشماراتهم، رما لاعتبها على ذلك الدخل في تغطية أعباء معيشتهم، والمستثمرون الذين يهدفون إلى تخفيق نمو مضطرد لاستثماراتهم خاصة إذا ما كان معدل الضريبة على التوزيعات يقل عن معدل الضريبة على التوزيعات يقل عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية. ولتلبية تلك الأهداف يصدر الصندوق عند إنشائه نوعين من الأسهم: أسهم دخل "Income" أي أسهم يتوقع أن يتولد عنها أرباحاً رأسمالية "Growth Shares". وعادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية. أما حصيلة بيع أسهم الدخل فتشترى بها أوراق ماليسة. تدر عائداً دورياً مرتقعاً في حين الدخل فتشترى بها أوراق ماليسة. تدر عائداً دورياً مرتقعاً في حين ميلها لاحتجاز الأرباح. وعادة ما تتراوح فترة عارسة الصندوق لنشاطه ميلها لاحتجاز الأرباح. وعادة ما تتراوح فترة عارسة الصندوق انشاطه بين عيشر سنوات وعيشرين سنة. وهذا بالطبع لا يمنع من إعادة تأسيس الصندوق أو حتى خويله إلى صندوق ذات نهاية مفتوحة.

وتستخدم حصيلة بيع الأسهام المصدرة في شراء تشكيلة من الأوراق المالية يتوافر فيها سمة الدخل وسمة النمو. وخلال فترة بقاء الصندوق في مزاولة النشاط، يحصل حملة أسهم الدخل على عائد يتمثل في جزء أو كل الفوائد والتوزيعات المتولدة عن التشكيلة. دون النظر إلى ما إذا كان العائد المتولد مصدره أسهم الدخل أو أسهم النمو. وعادة ما ينص في قانون إنشاء الصندوق على ضمان حصول جملة أسهم الدخل على حد أدنى من العائد سنوياً. وعند انقضاء

الصندوق لانتهاء فترة مباشرة نشاطه. يسترد حملة أسهم الدخل قيمة الإستثمار المحددة . وتتمثل قيمة الإسترداد في قيمة الإستثمار الأصلي مضافاً إليها أي دخل خمقق في سنة ماضية ولم يتم توزيعه على حملة تلك الأسهم. أما حملة أسهم النمو فيحصلون على كل ما يتبقى من قيمة بيع التشكيلة المكونة للصندوق.

وتتلخص فلسفة تلك الصناديق في أن كل فئة من فئتي المستثمرين تستخدم إستثمارات الفئة الأخرى لتحقيق أهدافها. فالفوائد والتوزيعات المتولدة عن الأوراق المالية المشتراة من حصيلة بيع أسهم النمو يحصل عليها حملة أسهم الدخل. والأرباح الرأسمالية المتولدة عن الأوراق المالية المشتراة من حصيلة أسهم الدخل يحصل عبها حملة أسهم النمو.

وكحا يبدو فإن إدارة هذا النوع من الصناديق يواجه نوعاً من تعارض الأهداف. فالسياسة الإستثمارية التي تعظّم الربح الإيرادي (التوزيعات والفوائد) المتولد عن التشكيلة من خلال زيادة نسبية في أسهم الدخل. تترك أثراً عكسياً على هدف خقيق الربح الرأسمالي. والعكس صحيح. حقاً ثمة قيود على السياسات الإستثمارية التي تستهدف الحد من هذا التعارض. إلا أن تطبيق تلك السياسات يتوقف على الطريقة التي تنفذ بها. وفي ظل عدم التأكد بشأن السياسات وكيفية تطبيقها. تعاني فئتا المستثمرين من عدم التأكد بشأن السياسات العائد المتولد. وبسبب عدم التأكد المشار إليه لم خظ تلك الصناديق بقبول الكثير من المستثمرين، وهو ما مثل قيداً على نموها.

مزايها شركهات الإستثمهار:

قد يكون من الملائم أن نختتم هذا الفصل بالتعرض لأهم مزايا الإستثمارفي أسهم شركات الإستثمار، والتي تتمثل في الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة, وتخفيض الخاطر نتيجة للتنويع، وتوفير قدر من المونة للمستثمرين، وتزويد الستثمرين بخدمات متنوعة.

١) الإستفادة بخبرات الإدارة الحترفة:

في حالة الإستثمار الباشر. أي في حالة قيام الستثمر بشراء أسهم المنشآت من السوق المنظم أو غير المنظم. يصبح لزاماً عليه الإضطلاع بنفسه بمتطلبات العملية كافة. فهو يتخذ القرار الإستثماري بنفسه بما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة، ويحتفظ بسجلات كافة المعاملات للأغراض الضربية. ليس هذا فقط. بل عليه كذلك أن يراقب حركة الأسعار في السوق، لعله يكتشف أسهماً تباع بأقل من قيمتها الحقيقية فيضمها إلى محفظة استثماراته، أو يكتشف أسهماً ضمن محفظته تباع بسعر أقل من قيمتها الحقيقية ألي ضرورة متابعته الستمرة المناسب لمثل هذه القرارات. إضافة إلى ضرورة متابعته المستوى المناسب لمثل هذه القرارات. إضافة إلى ضرورة متابعته المستوى المناسبة على الإدارة عند كل هذه المهام يلقى بمسؤوليتها على الإدارة الحقيفية المستثمار وذلك إذا ما فضل المستثمر توجيه موارده المتاحة إلى شراء أسهم إحدى شركات الإستثمار.

لقد توصلت بعض الدراسات إلى أن اضطلاع إدارة محترفة بالمهام المشار إليها من شأنه أن يسفر عن ققيق معدل عائد مرتفعاً. عما كان يمكن أن يحققه المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه فشركة الإستثمار عادة ما تستخدم مستشارين استثماريين محترفين وباحثين مستميزين. بما يمكنها من إدارة استثماراتها بمستوى عال من الكفاءة. يضاف إلى ذلك أن المركز التفاوضي للشركة بشأن عمولة السمسرة عادة ما يكون قوياً. وذلك نتيجة لضخامة الصفقات التي تبرمها. غير أن بعض الدراسات التطبيقية لم تؤيد هذا الإدعاء. أما السبب فهو أن تكاليف البحث والدراسة التي تضطلع بها الإدارة المستثمارات التي تشطلع بها الإدارة تديرفة ربما تعادل الزيادة في العائد المتولد عن الإستثمارات التي تديرها.

٢) التنويع الكفاء:

في مقدمة منزايا شركات الإستثمار قدرتها على تنويع التشكيلة التي تتكون منها الصناديق التي تديرها, بطريقة تسهم في تخفيض الخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها. فصندوق الإستثمار ربا يتضمن أوراقاً مالية لعشرات بل ربا لمئات من المنشآت. حقاً قد يكفي المستثمر تشكيل محفظة تتكون من عشر أوراق مالية أو خمس عشرة ورقة مالية, إلا أن هذا قد لا يتاح للكثير من المستثمرين. ففي السوق الأمريكية لا يستطيع مستثمر يمتلك ١٠٠٠٠ دولار سوى أن يشكل محفظة تتكون من أوراق مالية تصدرها أربع أو خمس منشآت على الأكثر. أما السبب فهو ضرورة شرائه لكميات غير كسرية من

كل ورقة تصدرها جهة معينة (١١). فشراء كميات كسرية لعشر منشآت أو خمس عشرة منشأة رما يحقق له التنويع المنشود. إلا أنه بتكبد في سبيل ذلك تكاليف عالية، من شأنها أن تلتهم جزءاً كبيراً من العائد المتولد. بل وقد ينتهي الأمر إلى تعرضه للخسائر. فشراء الكميات الكسرية فضلاً عن أنه ينطوي على عمولة سمسرة مرتفعة. فإن سعر الورقة داخل الكمية الكسرية عادة ما يفوق سعر ذات الورقة "Odd Lot Differential" إذا ما اشتربت في كمية غير كسرية. وذلك على النحو الذي سبقت الإشارة إليه.

وأمام هذه الظروف يجد المستثمر الصغير نفسه أما بديلين؛ البديل الأول أن يتجاهل الخاطر، ويستثمر القدر الضئيل من الموارد المتاحة اله أن يتجاهل الخاطر، ويستثمر القدر الضئيل من الموارد المتاحة الم في ورقة مالية واحدة يتوقع أن يتولد عنها عائد مرتفع. هذا الإختيار يعني ضمنياً أن المستثمر يضع كل ما علكه من بيض في سلة واحدة "Putting All of The Eggs in One Pasket". هذا الإجاه من شأنه أن يعرضه لقدر كبير من الخاطر، قد يضيع معها المبلغ المستثمر ذاته. أما المبديل الثاني فهو أن يتخذ إلجاها محافظاً وذلك بأن يستثمر أمواله في سند حكومي أو سند مرتفع الجودة تصدره إحدى منشآت أمواله في سند حكومي أو سند مرتفع الجودة تصدره إحدى منشآت الأعمال. في هذه الحالة سوف تنخفض الخاطر غير أن العائد يتوقع أيضاً أن يكون منخفضاً نسبياً. ولو قرر المستثمر توجيه موارده لشراء أسهم إحدى شركات الإستثمار فإن موقفه سوف يكون أفضل، دون أن

⁽۱۲) الكمية الكسرية أقل من ۱۰۰ سهم (أو سند). أما الكمية غير الكسرية فيهي ۱۰۰ سهم (أو سند) أو مضاعف تها. وما يذكر أن شراء ۱۲۰ سهم (أو سند) مثلاً يعني أن هناك كمية كسرية قدرها ۲۰ سهم (أو سند).

بحتاج الأمر إلى استثمار مبلغ كبير. ففي الولايات المتحدة لا يتجاوز الحد الأدنى المصرح به للاستثمار في أسهم تلك الشركات عن ١٠٠٠ دولار. وبهذا المبلغ الضئيل يمتلك المستثمر عدداً من أسهم الشركة. يمثل كل سهم منها حصة في تشكيلة من أوراق مالية على درجة عالية من التنويع.

بل ونضيف أن المستثمر الصغيـر الذي خُدوه الرغبة في الاستثمار في سهم تصدره منشأة معينة، مكنه أن يخصص جزءاً من موارده لشراء أسهم شركة إستثمار على أن يستخدم الجزء الباقي للإستثمار في أسهم النشأة العنية. حقاً سوف تتكون محفظته الشخصية من أسهم منشأتين فقط (أسهم شركة الإستثمار وأسهم المنشأة الأُخرى) إلا أنها محفظة على درجة عالية من التنويع. ذلك أن سبهم شركة الإستثمارهو في حقيقة أمره محفظة تتكون من عدد كبير من الأوراق المالية تصدرها جهات متعددة. وهكذا. مكن للمستثمر من خلال هذا النوع من الخافظ أن يتغلب بنفسه على أهم عيوب شركات الإستثمار. وهي أن الستثمر الذي يوجه كافة مدخرانه لشراء أسهم تلك الشركات. لا يكون له دور في تشكيل محفظة أوراقه المالية، فمحفظة أوراقه المالية (المتمثلة في أسهم شركات الإستثمار) تتحدد مكوناتها بقرار من إدارة الشركة. أمّا في ظل الحفظة الشخصية التي تضمنت -إضافة إلى سهم شركة الإستشمار – أوراقاً مالية أُخرى فإن الأمر يصبح مختلفاً.

٣) المرونية واللاءمية:

في شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة. يحق للمستثمر أن يحول إستثماراته من صندوق إلى آخر. وذلك في مقابل رسوم ضئيلة. هذه المرونة من شانها أن تقدم خدمة متميزة لأولئك المستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الإستثمارية عبر الزمن. بل ونضيف أن تلك الشركات تقف مستعدة على الدوام لاسترداد أسهمها إذا ما رغب السركات تقف مستعدة على الدوام لاسترداد أسهمها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كلياً أو جزئياً. يتم ذلك بسعر عادل يتمثل في قيمة الأصل الصافية للسهم. بل ومكن للمستثمر أن يتفق على تصفية إستثماراته دفعة واحدة. أو على دفعات شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية "Installment Plan". كما مكنه أن يبقي رأس المال المستثمر ويسحب الدخل المتولد عنه فقط. كما أن يبقي رأس المال المستثمر ويسحب الدخل المتولد عنه فقط. كما أن

وإذا كان يمكن للمستثمر سحب مستحقاته على دفعات. فإنه يمكنه أيضاً شراء أسهم شركة الإستثمار على دفعات. خلال سنة بل ورما سنوات. يتم ذلك بقيام المستثمر بفتح حساب لدى أمين "Trustee" عادة ما يكون مصرفاً جّارياً قدده شركة الإستثمار. إذ يتم إيداع الدفعات في ذلك الحساب، على أن يقوم المصرف باستثمارها في أسهم الصندوق الختار، وذلك على النحو الذي سنعرض له في الفصل، الرابع.

٤) تنشيط حركة أسواق رأس المال:

في دول العالم الثالث التي الجهد إلى إنشاء أسواق لرأس المال. تبدو

الحاجة ملحة لأدوات إستشمارية تسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق. وهنا تبدو أهمية الدور المتميز الذي يمكن أن تؤديه شركات الإستثمار. من خلال ما تقدمه من أدوات إستشمارية تناسب ظروف المستثمرين الحتملين في تلك البلدان. فخاصية التنويع التي تتسم بها صناديق الإستثمار التي تديرها تلك الشركات. وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الإستثمار. من شأنها أن تشجع المستثمرين محدودي قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال وكذا المستثمرين محدودي الموارد. لأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الإستثمار. التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

ويعتقد المؤلف أن شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة تؤدي دورين منفصلين في هذا الصدد. فتلك الشركات تبني تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق. عما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق. كذلك فان أسهم الشركة ذاتها – على عكس أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة – تعرض للتداول العام. عما يعني إضافة المزيد من الأوراق المتداولة في أسواق رأس المال. وهذا لا يعني تفضيل للشركات ذات النهاية المغلقة على الشركات ذات النهاية المفتوحة تنيح للمستثمر فرصاً وظروف إستثمارية أكثر جاذبية، وهو ما ينعكس إيجابياً في النهاية على نشاط السوق.

ولا تقتصر مزايا شركات الإستثمار على الاستفادة بما تتميز به الإدارة الحترفة من مهارات، وتخفيض الخاطر، وتلبية أهداف

المستثمرين، وقحقيق عائد محتمين بل تمتد للعمل الدائب لضمان الحافظة على السمات المهيزة للصندوق، وبخاصة من حيث العائد والخاطر. إلى جانب ميزة سادسة هي إدارة حساب العميل. مثل القيام بإعداد سجل الضرائب المستحقة عليه. وإعادة إستثمار التوزيعات المستحقة له. وما شابه ذلك.

وإذا كان لشركات الإستثمار كل هذه المزايا, فهي تعاتي أيضاً من عيب جوهري يجعلها أداة إستثمارية غير ملائمة, خاصة لأولئك الذين يخططون لإستثمار أموالهم لفترة قصيرة. ونقصد بذلك ارتفاع التكاليف التي يتكبدها المستثمر, على النحو الذي سنعرض له في الفصل الرابع, وذلك عند تناول تكاليف الإستثمار. يضاف إليها عيب أخر يرتبط أساساً بشركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة, وهي ضرورة توافر مستوى ملائم من السيولة على الدوام, بما يمكن الشركة من دفع قيمة استرداد أسهمها في أي لحظة يطلب فيها المستثمر ذلك. وغني عن البيان أنه كلما ارتفع مستوى السيولة كلما ارتفعت تكلفة الفرصة الضائعة, أي كلما زاد العائد الضائع الذي كان يمكن تكلفة لو أن تلك الأموال السائلة قد أعيد استثمارها. وبالطبع يتحمل المستثمر في النهاية عبء ثلك التكاليف.

الثلامسية :

يتلخص دور شركات الإستثمار في إدارة محفظة أو أكثر من الأوراق المالية. وفي هذا الصدد يوجد نوعان من صناديق الإستثمار: الصناديق ذات النهاية المفتوحة والصناديق ذات النهاية المغلقة. وقد جاء المسمى

نتيجة لدى إمكانية زيادة الأموال المستثمرة. ففي الصناديق المفتوحة لا توجد حدود للأموال المستثمرة، فيهي تزيد وتنقص حسب الأحوال. أما في الصناديق المغلقة فيانه عادة ما يظل حجم الأموال المستثمرة ثابتاً إلى أن ينقضي نشاط الصندوق. وتتيح صناديق الإستثمار فرصة طيبة للمستثمرين الذين يصعب عليهم توجيه مدخراتهم للإستثمار الباشر في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال. فالمستثمر ذو الموارد الحدودة بمكنه شراء سهم أو أكثر من الأسهم التي تصدرها تلك الصناديق. دون أن ينطوي ذلك على مخاطر تذكر: ذلك أن السهم الواحد يعد بمثابة محفظة على درجة عالية من التنويع. لا سيما وأن الصندوق ذاته يتكون من عشرات بل من مئات الأوراق التي تصدرها جيهات فختلفة.

وإلى جانب ميزة تخفيض مستوى الخاطر، يحقق هذا النوع من الصناديق للمستثمر مزايا أخرى. من بينها الإستفادة من مهارات الإدارة الحترفة القائمة على شؤون الصندوق. وإتاحة الفرصة للمفاضلة بين أنواع متباينة من الصناديق ليختار منها المستثمر ما يناسب ظروفه. هذا إلى جانب احتمال خقيق عائد متميزاً. قد يصعب على المستثمر في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال. يضاف إلى ذلك أن إدارة الصندوق قد تتولى مهمة إدارة حساب العميل، بما يتضمنه ذلك من إعداد سجل الضرائب، وإعادة إستثمار التوزيعات وما شابه ذلك.

الفصل الرابع تنظيم وإدارة شركات وصناديق

الإستثمار وسبل تقييم أدائها 🗥

عرض الفصل الثالث - ضمن ما عرض - لماهية شركات الإستثمار التي هي الأب الروحي لصناديق الإستثمار. فقد ألقى الضوء على وظائفها. وأنواعها. وتشكيلات الصناديق التي تديرها. ثم مرزاياها الرئيسية. وقد خلصنا إلى أن لتلك الشركات أهمية خاصة لدول العالم الثالث، التي أنشأت حديثاً أسواقاً لرأس المال. فتلك الشركات من شأنها أن تساهم في جذب الموارد من صغار المستثمرين وكبارهم على السواء. كما أن تنويع إستثماراتها من شأنه أن يسهم في تخفيض الخاطر التي يتعرض لها عائد أسهمها. وهو ما يعد بدوره عامل جذب للمستثمرين فليلي الخبرة والدراية في شؤون الإستثمار. وفي هذا الفصل يكتمل الإطار الأساسي لتناول تلك الشركات، وذلك مناقشة الكيفية التي يتم بها تنظيمها وإدارتها. وذلك من خلال أربعة أقسام. في القسم الأول بها تنظيمها وإدارتها. بعد ذلك يعرض القسم الثاني نعرض للشكل التنظيمي لشركات الإستثمار. وفي القسم الثاني نتناول أسلوب إدارتها. بعد ذلك يعرض القسم الثالث للتشريعات الأساسية التي فكم نشاط تلك الشركات، ثم يختتم الفصل بالقسم الرابع الذي يعرض لكيفية قياس أدائها.

⁽١) سيتركز هذا الفصل على ما يجري عليه العمل في السوق الأمريكية.

البنـــا. التنظيمــي لشــركة الإســتثمـار:

كما يبدو من مسمى شركات الإستثمار أنها تأخذ الشكل التنظيمي للشركات "Corporations". فهناك مديرون يقررون سياسة الشركة بناءً على قانون تأسيسها. ويشرفون على محافظ الإستثمار ويختارون المديرين التنفيذيين. أما السلطة المركزية لتلك الشركات، فعادة ما تكون في يد الكفيل الذي أسسها. وقد يكون الكفيل بنكير إستثمار "Investment Banker" وهو مؤسسة تتولى شؤون إصدار الأوراق الللية للمنشآت. كما قد يكون بيت للمشورة في شؤون الإستثمار "Investment Counsel or Advisory Firm" وهي بيوت الإستثمار "Investment Counsel or Advisory Firm" وهي بيوت متخصصة في بيع خدمة البحث والمشورة لغيرهم. أو بيت للسمسرة "Brokerage House" يتعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً. كما قد يكون الكفيل شركة تأمين "Insurance Company" يتوافر لديها كم هائل من الموارد المالية التي تسعى إلى استثمارها.

وبالنسبة للقرارات النهائية في شأن سياسات الإستثمار فعادة ما تقع ضمن مسؤولية مدير صندوق الإستثمار الختص. أما بالنسبة لنشاط البحوث والمشورة فقد يعهد به للعاملين بالشركة. أو قد يعهد به لبيوت أو مكاتب متخصصة. وفي بعض الأحيان قد يتم الاتفاق بين عدد من شركات الإستثمار على تبادل المشورة فيما بينها. من خلال وحدات متخصصة ضمن بنائها التنظيمي. وما يذكر أن بنكيرات الإستثمار أو بيوت المشورة التي تنشئ شركات إستثمار، عادة ما تستهدف من إنشاء الشركة تسويق خدماتها إليها.

وفي حالة إستئجار خدمات البحث والمشورة من منشآت متخصصة. لن تكون هناك حاجة لبناء تنظيمي لشركة الإستثمار. ومن ثم فقد يقتصر الأمر على وحدة لصباغة السياسات تتكون من مديري صناديق الإستثمار. وبالنسبة لخدمة حفظ الأوراق المالية الملوكة للشركة وصيانتها، فعادة ما يوكل أمرها في هذه الحالة إلى أحد المصارف أو أحد بيوت السمسرة. مثل هذا الاقجاه من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض تكاليف الإدارة.

إدارة شــركة الإســـتثمار :

شركة الإستثمار – على فرض أنها تشتمل على صندوق واحد – هي شركة تتمثل أصولها أساساً في تشكيلة (محفظة) من أوراق مالية من النوع الذي يسهل تسويقه. ويتولى شؤون إدارة المحفظة وباقي المهام شركة إدارة منفصلة "Management Company" يتم استئجارها لهذا الغرض، وذلك بقرار من مجلس إدارة شركة الإستثمار. هذا هو الوصف القانوني لإدارة شركة الإستثمار. أما ما يحدث فهو أمر مثير، ينطبق عليمه التساؤل الشائع وهو هل الدجاجة أتت أولاً أم البيضة? ويبدو أن الإجابة هنا هي أن البيضة هي التي أتت أولاً. فشركة الإستثمار تبدأ بجموعة من المدرين أو بيت للمشورة. يقوم باختيار مجلس إدارة الشركة (وإلى هنا لم تبدأ الشركة بعد) الذي يبدأ في التأسيس الفعلي الشركة, وذلك بإبرام عقد مع بيت الشورة (الذي سبق أن اختار أعضاء المشركة. وذلك بإبرام عقد مع بيت الشورة (الذي سبق أن اختار أعضاء المسركة وذلك بإبرام عقد مع بيت المشورة (الذي سبق أن اختار أعضاء المحلس) ليتولى الإدارة الفعلية. ويطلق على بيت المشورة حبنئة بشركة

الإدارة. التي تتولى تعيين إدارة مستقلة لكل صندوق (1). وعادة ما يوضح العقد واجبات شركة الإدارة. والأتعاب "Fees" التي سوف خصل عليها في مقابل إضطلاعها بتلك الواجبات. وتتحدد الأتعاب بنسبة مئوية قد تصل إلى ٥٫١٪ من القيمة الكلية للمال المستثمر. أما واجبات الإدارة في مقدمتها البحث عن الأوراق المالية التي يمكن ضمها إلى التشكيلة، وإدارة الحفظة، والواجبات الإدارية الأخرى مثل إصدار أسهم الشركة، والاضطلاع بالمهام الإدارية المتصلة بتسويق الأسهم كافة وإعادة شرائها، وما شابه ذلك.

ونضيف أنه لما كانت رسوم الخدمة تتحدد على أساس القيمة الكلية الإستثمار في الصندوق، فإن شركة الإدارة عادة ما تعمل على تأسيس أكبر عدد ممكن من الصناديق. لتلبي احتياجات مختلف فئات المستثمرين. مثل هذا الإجراء يتوقع أن ينعكس إيجابياً على الرسوم التي خصل عليها شركة الإدارة، كما يتمخض عنه العديد من مزايا الحجم الكبير "Economies of Scale" التي تعود بالنفع على المستثمرين.

وحتى يكتمل لدى القارىء إطار كامل عن إدارة شركات الإستثمار، قد يكون من الملائم أن نعرض في هذا القسم لسياسات الاستثمار الرئيسية التي خكم إدارة صناديق الإستثمار، والتكاليف المقرر أن يتحملها المستثمر أن يشتري أسهم الشركة، وأخيراً إدارة حساب العميل.

⁽١) هناك شروط لا بد من توافرها في تشكيل مجلس الإدارة. سنعرض لها تفصيلاً في القسم الثالث.

١) سياسات الإستثمار:

تختلف شركات الاستثمار فيما بينها في شأن سياسات الإستثمار "Investment Policies" المتبعة. ويأتي في مقدمة هذه السياسات سياسة تنويع الحفظة أي سياسة تنويع مكونات صندوق الاستثمار. فهناك شركات نفترض أن المستثمر بوجه كل مخصصات الإستثمار الشراء أسهمها. بما يعني أنه ليس له محفظة أوراق مالية خاصة به. في ظــــل هذا التصور يصبح من المتوقع أن يتضمن الصندوق تشكيلة من الأوراق المالية على درجة عالية من التنويع. وعلى النقيض من ذلك هناك شركات تفترض أن المستثمر بمتلك محفظة خاصة به. وأن أسهمها ليست سوى واحدة من مكونات تلك الخفظة. ومن ثم فإنها لا تستهدف بلوغ مستوى عالٍ من التنويع. ولكل سياسة مؤيدوها الذين يضطلونها على السياسة الأخرى.

ونظراً لأهمية التنويع الجيد لغالبية المستثمرين في تلك الصناديق. فقد حدد قانون شركات الإستثمار الأمريكي الصادر عام ١٩٤٠، سمات شركة الإستثمار التي تولي أهمية خاصة لسياسة التنويع "Diversified Investment Company". في مقدمة تلك السمات أن يتوافر في ٧٥٪ على الأقل من استثمارات الصندوق شرطان أساسيان: الشرط الأول أن لا يزيد الإستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها جهة معينة عن ٥٪ من القيمة الكلية للتيشكيلة لتي يتضمنها الصندوق. أما الشرط الثاني فهو أن لا يزيد الإستثمار في ورقة مالية معينة عن ١٠٪ من مجموع الإصدار من تلك الورقة. أما الحكمة من

إعفاء باقي الإستثمار في الصندوق (10٪) من منطلبات التنويع المشار البه. فهو تشجيع شركات الإستثمار لتوجيه جزء من مواردها للإستثمار في رؤوس أموال المنشآت الصغيرة: إذ يمكن أن توجه تلك النسبة بالكامل إلى الإستثمار في شركة واحدة. أو عدد محدود من الشركات.

هذا وإذا لم يتوافر هذان الشرطان. حينئذ يتم تصنيف الشركة على أنها لا تأخيذ بسيبل التنويع Nondiversified Investment "Company. ورغم أن لهذا التصنيف أثره الضريبي غير المرغوب كما سنشير فيما بعد، إلا أن بعض الشركات تفضل أن تُصنف على هذا النحو طلباً للمرونة، أو لرغبتها في التخصص في الأوراق المالية التي تصدرها صناعة معينة أو منشآت معنية. وبالنسبة لتلك الشركات أي شركات الإستثمار المتخصصة وبالنسبة لتلك الشركات أي شركات الإستثمار المتخصصة في الإستثمار في أوراق مالية تتشآت تعمل في صناعة معينة أو قطاع معين (كيميائيات، غزل ونسيج ...) بينما تركز أخرى على نوع معين من الأوراق المالية مثل الأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، أو الأوراق المالية المتداولة في السوق غير المنظم. الذي سبقت الإشارة إليه. كما يمكن أن يكون التركيز على الأوراق المالية المنشآت تعمل في دولة معنية ... وهكذا.

وقد لا تقتصر سياسات الإستثمار على مستوى أو درجة التنويع في مكونات صناديق الإستثمار إذ قد تمتد إلى أمور أخرى. فهناك مثلاً شركات تضع سياسة إستثمارية نشطة "Active" مؤداها إجراء

تغييرات مستمرة في مكونات التشكيلة, سعياً وراء استغلال فرص وجود أوراق مالية تباع بسعر أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية. وعلى النقيض قد تفضل شركات أخرى البعد عن ذلك, خشية أن يترتب على عمليات البيع والشراء تغيير في السمات الميزة لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق. بشكل قد لا بناسب المستثمرين فيه. وبالنسبة للسياسة الأولى فإنها تقضي بتشكيل الحفظة من مجموعة أوراق مالية ذات مخاطر مرتفعة, وذلك قبيل ارتفاع متوقع في مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق (١). أما قبيل توقع انخفاض مستوى أسعار الأوراق المالية فيوصى بإجراء تغيير في مكونات الخفظة, وذلك باستبدال مكونات التشكيلة تغيير في مكونات الخفظة، وذلك باستبدال مكونات التشكيلة المستراتيجية توقيت السوق "Market Timing Strategy".

ومما يذكر أن بعض شركات الاستثمار لا تقتصر على الموارد المالية المتمثلة في حصيلة مبيعات أسهمها العادية. بل قد تقوم كذلك بالحصول على موارد مالية إضافية، بإصدار سندات وأسهم ممتازة تستخدم حصيلتها في تمويل المزيد من الإستثمارات. وبالطبع فإن الفرق بين تكلفة تلك المصادر الإضافية، وبين معدل العائد على الإستثمارات التي تم تمويلها من تلك المصادر، يعود في النهاية على حاملي الأسهم العادية. غير أن ما تجدر الإشارة إليه أن مثل هذه

⁽٣) وفقاً لفكرة العلاقة التعويضية بين العائد والخاطر يتوقع أن يصحب ارتفاع مستوى أسعار الأوراق المالية ذات أسعار الأوراق المالية ذات الخاطر المرتفعة (وبالتائي قفيق ربح رأسمالي أكبر). أما عند انخفاض مستوى أسعار الأوراق المالية ذات الأوراق المالية في السوق. فيتوقع أن يصحبه انخفاض أقل في أسعار الأوراق المالية ذات الخاطر المنخفضة. وبالتالى يتضاءل حجم الخسائر الرأسمالية الحثملة.

السياسة التي من شأنها زيادة العائد الذي يحققه حاملو الأسهم العادية مقارنة بشركة عائلة لا تتبع تلك السياسة. يصحبها أيضاً زيادة في الخاطر التي يتعرضون لها. يحدث هذا عندما ينخفض عائد إستثمارات الشركة إلى مستوى أقل من تكلفة تلك الموارد الإضافية. وهي تكلفة ثابتة بطبيعتها.

تكاليف الإستثمار:

إضافة إلى التكاليف الخفية "Hidden Costs" التي سنعرض لها في نهاية هذا الجرع، هناك أنواع من التكاليف الصريحة Explicit"

"Costs" التي يتكبدها المستثمر، وتتمثل هذه التكاليف في رسوم شراء أسهم الشركة، ورسوم أو أتعاب الإدارة، وتكلفة المعاملات، والمصاريف الإدارية. يضاف إليها نوع خامس هو رسوم الاسترداد التي يتكبدها المستثمر عندما يرغب في استرداد قيمة السهم.

أ) رسوم شراء الأسهم:

"Acquisition Fees or Loading الأسهم العصولة التي يدفعها المستثمر عندما يشتري السهم Fees" العمولة التي يدفعها المستثمر عندما يشتري السهم "Loading Fund" من خلال الوسطاء سماسرة كانوا أو جاراً. مثل هذه الرسوم لا وجود لها عندما يتم شراء السهم من إدارة الصندوق نفسمه "No-Load Fund". ونضيف أنه بالنسبة للصناديق ذات النهاية المفتوحة تتناسب تلك الرسوم تناسباً عكسياً مع حجم البلغ المستثمر وإن كان الحد الأقصى لها في الأسواق الأمريكية لا يتجاوز ٥٨٨٪ من قيمة الأصل الصافية كما

أشرنا سابقاً. أما بالنسبة للصناديق ذات النهاية الغلقة فإن حجم تلك الرسوم عاثل مقدار عمولة السمسرة التي يدفعها المستثمر، عند إبرام صفقة عائلة لشراء مباشر لأسهم منشآت الأعمال. هذا وعكن للمستثمر أن يتعرف بسهولة على قيمة تلك الرسوم، بمجرد اطلاعه على صحيفة تنشر أسعار أسهم شركات الإستثمار. ففي صحيفة وول ستربت بمكن حساب قيمة تلك الرسوم بطرح قيمة الأصل الصافية NAV من السعر الذي يباع به السهم "Offer Price".

ب) رسوم أو أتعاب الإدارة:

يقصد بأتعاب الإدارة "Advisory or Management Fees" الرسوم السنوية التي يدفعها المستثمر مقابل إدارة صندوق الإستثمار والتي تتمثل في الخدمات التي يقدمها القائمون على خليل الأوراق المالية, أو تلك التي تقدمها إدارة الصندوق. وتبلغ تلك التكاليف في المتوسط ٥٫٪ من القيمة السوقية الكلية للتشكيلة. ونتيجة لربط أتعاب الإدارة بالقيمة السوقية الكلية لكونات الصندوق. تسعى الإدارة جاهدة لزيادة تلك القيمة. ويتم ذلك إما من خلال الأداء الجبد الذي من شأنه أن يحدث فيسناً في القيمة السوقية الملاسهم – ويترك أثره بالتالي على قيمة الأصل الصافية – أو من للأسهم – ويترك أثره بالتالي على قيمة الأصل الصافية – أو من خلال الحملات الإعلانية لجذب المزيد من المستثمرين. يستثنى من ذلك بعض الصناديق التي تقصصر ربط الزيادة في أتعاب الإدارة بالزيادة الناجمة عن قسن مستوى الأداء، والذي يمكن الوقوف عليه بالزيادة مستوى أداء المندوق بمستوى أداء تشكيلة قياسية، مثل

التشكيلة الكونة لمؤشر ستاندرد آند بور (٤).

ج) رسوم استرداد قيمة الأسهم:

يقصد برسوم الاستراد "Redemption Fees" تلك الرسوم التي قد يتكبدها السخمر عندما يتقدم لشركة الإستثمار ذات النهاية المفتوحة، طالباً استرداد قيمة السهم. ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم. فهي تتراوح في المتوسط ما بين ٤٪ . ٥٪ من قيمة الأصل الصافية. بل وقد تزيد عن ذلك على النحو الذي سبقت الإشارة إليه في الفصل الثالث. وغالباً ما تقتصر تلك الرسوم على صناديق الإستثمار التي لا توجد فيها رسوم شراء الرسوم على صناديق الإستثمار التي تكون فيها رسوم شراء منخفضة "No-Load Funds" أو تلك التي تكون فيها رسوم الشراء

د) تكاليف المعاملات:

يقصد بتكاليف المعاملات "Transactions Costs" العمولات التي يدفعها الصندوق للسماسرة عن عمليات شراء الأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق وبيعها. وتبدو أهمية هذا النوع من التكاليف في حالة الصناديق ذات الإدارة النشطة، التي تسعى إلى إغتنام أي فرصة متاحة تكون فيها القيمة السوقية لورقة مالية ما أقل أو أكبر من قيمتها الحقيقية. على النحو الذي سبقت الإشارة إليه. بل وقد يصل الأمر إلى أن التغيير الذي جريه

⁽٤) للمند عن مكونات تشكيلة تلك المؤشرات، يمكن الرجوع إلى كتاب الأوراق اللهية وأسواق رأس المال. للمؤلف.

الإدارة سنوياً في مكونات التشكيلة أو الخفظة نتيجة لعمليات البيع والشراء أو ما يطلق عليه بمعدل دوران الخفظة Portfolio" تراوح Turnover قد يتضمن بيع أو شراء كمية من الأوراق المالية تتراوح قيمتها ما بين ١٠٪ إلى أكثر من ١٠٠٪ سنوياً. وهو ما يعنى أن مكونات الحفظة قد يدخل عليها تغيير كامل في كافة مكوناتها أكثر من مرة واحدة في السنة.

ولا يقتصر الأمر على التكاليف الباشرة للمعاملات، فثمة تكاليف غير مباشرة يتحملها المستثمر، تتمثل في تغير القيمة السوقية للأوراق محل صفقات البيع والشراء، وذلك عندما تتضمن الصفقة عدداً كبيراً من الأسهم الشتراة أو المباعة. فعرض كميات كبيرة من ورقة مالية معينة للبيع. من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية التي تباع بها الورقة. كما أن شراء كمية كبيرة من ورقة مالية معينة من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية التي تشترى بها. إنها العلاقة الأزلية بين أعرض والطلب.

هـ) المصاريف الإدارية:

يقصد بالصاريف الإدارية "Administrative Costs" الأجور والمرتبات المدفوعة للعاملين في الصندوق. والإيجارات. والمصاريف الفانونية والخاسبية ... وما شابه ذلك. وعادة لا تتجاوز القيمة السنوية لتلك المصاريف عن ٥٠٪ من القيمة الكلية لاستثمارات الصندوق.

وتعد تلك التكاليف - خصوصاً رسوم الشراء وتكاليف المعاملات - كبيرة إلى الحد الذي يجعل صناديق الإستثمار أداة غير جذابة لأولئك الذين يخططون لاستثمار مدخراتهم لفترة قصيرة. بخابة لأولئك الذين يخططون لاستثمار مدخراتهم لفترة قصيرة. الidden Cost بل ويكشف الواقع عن وجود تكاليف أخرى خفية "Hidden Cost" بتحملها المستثمر. فلقد فرضت بعض الصناديـق على حاملي أسهمها رسوماً إضافية تتراوح نسبتها ما بين ٥٠٪. ١٪ من قيمة الأصل الصافية للسهم، وذلك مقابل مصاريف الإعلان والبريد وما شابه ذلك. كما أضافت صناديـق أخرى رسـوماً على حاملي أسهـمها مـقابل إعادة استثمار التوزيعـات والأرباح الرأسمـالية. وتتراوح نسـبة تلك الرسـوم ما بين ٣٪. ٤٪ من قـيمة للبـالغ التي وتتراوح نسـبة تلك الرسـوم ما بين ٣٪. ٤٪ من قـيمة للبـالغ التي الحسـبان عند المفاضلة بين الـصناديق التي يوجه إليهـا المستثمر مدخراته.

٣) طرق شراء الأسهم:

تتبح معظم شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة أساليب بديلة لشراء أسهمها. تتمثل تلك الأساليب في الشراء النمطي أو العادي، والشراء طبقاً لخطة مجميع مدخرات اختيارية. وأخيراً, الشراء طبقاً لخطة مجميع مدخرات تعاقدية.

أ) الشراء النمطي أو العادي:

"Regular Account Purchase" يقصد بأسلوب الشراء النمطي والمستثمر بشراء أسهم شركة الإستثمار من خلال صفقات

مستقلة، وليس في ظل خطة معينة على النحو الذي سنوضحه فيما بعد. هذا وفي كل صفقة يتكبد الستثمر رسوم شراء تخصم من قيمة المبلغ الستثمر، فلو أن المستثمريرغب في استثمار مبلغ قدره ١٥٠٠ جنيه في شراء أسهم إحدى شركات الإستثمار، وكان معدل رسوم الشراء على الصفقة ٨٪. حينئذ يصبح المبلغ المستثمر، وكان معدل رسوم الشراء على الصفقة ٨٪. ومن يصبح المبلغ المستثمر، وأي إجمالي المبلغ المستثمر (١٠٠٠ جنيه) مطروحاً منه قيمة رسوم الشراء (١٥٠٠ × ٨٪). ومن وجهة نظر شركة الإستثمار فإن هذه الصفقة تضيف مبلغاً قدرة وجهة نظر شركة الإستثمار فإن هذه الصفقة تضيف مبلغاً قدرة أن رسوم الشراء خصل عليها أطراف خارجية. وهم القائمون على تسويق أسهم الشركة.

ب) الشراء وفق خطة عميع مدخرات إختيارية:

إذا ما اختار المستثمر شراء أسهم شركة الإستثمار وفقاً لخطة جُميع مدخرات إختيارية "Voluntary Savings Accumulation Plan" حينئذ يفتح له حساب خاص يودع فيه مبلغاً مبدئياً من خت حساب شراء الأسهم. وعادة ما يتراوح الحد الأدنى لهذا الحساب في السوق الأمريكية ما بين ١٥ دولاراً، ٥٠٠ دولار حسبما تنص عليه لوائح الشركة. بعد ذلك يقوم المستثمر بإيداع مبلغ بصفة دورية، لغرض شراء الأسهم تتراوح قيمته ما بين ١٥ دولاراً، ١٠٠ دولار حسبما ورد في تفاصيل الخطة. ولكن ماذا عن رسوم الشراء؟ يخصم من حساب المستثمر نسبة لا تتجاوز ١٠٪من قيمة كل يخصم من حساب المستثمر في الحساب المذكور على النحو الذي

سنعرض له عند تناول التشريعات الأساسية التي خَكم نشاط شركات الإستثمار وذلك في القسم الثالث من هذا الفصل.

ونشير في هذا الصدد إلى أن الخطة الإختيارية عادة ما لا تكون محددة المدة. وأن للمستقمر الحق في أن يعدل عن تنفيذها في أي وقت يشاء. دون التعرض لأي جزاء. كما لا يتعرض المستثمر أيضاً للجزاء إذا ما في الانتظام في سداد الدفعات وفقاً للخطة المتنفق عليها. وإن كان من حق الشركة إلغاء الخطة وإدراج المستثمر ضمن المستثمرين العاديين. الذين يشترون وفقاً لأسلوب الشراء النمطي الذي سبقت الإشارة إليه. ومن أهم مزايا الخطة الإختيارية أن الحد الأدنى للدفعة. عادة ما يقل عن الحد الأدنى الالتزام الأدبي بسيداد الدفعات. يحمل في طياته الترزام بالادخار. وهو أمر قد يكون له جاذبيته للكشير من الأفراد. الذين يصعب عليهم اتخاذ قرارات ادخارية في غياب مثل هذا الالتزام.

ج) الشراء وفق خطة جميع مدخرات تعاقدية:

من أهم سمات الشراء وفق خطة فجميع مدخرات تعاقدية "Contractual Savings Accumulation Plan" تعرض الستشمر للجزاء في حالة إخلاله بشروط الاتفاق، وإلزامية خديد الفترة الزمنية التي تغطيها الخطة والتي عادة ما تبلغ عشر سنوات. وفي ظل هذا النوع من الخطط يدفع المستثمر ٥٠٪ من قيمة رسوم الشراء للخطة كلها في السنة الأولى وحدها. مثل هذا

الإجراء يعد في حد ذاته دافعاً للتمسك بتنفيذ الخطة وقد أدخل تعديل على قانون شركة الإستثمار الأمريكي في عام ١٩٧٠. يقضي بأنه إذا ألغيت الخطة بعد ١٨ شهراً من إقرارها, بسبب عدم التزام للستثمر بمتطلباتها. فلا يجوز له استرداد أي شيء من قيمة رسوم الشراء التي دفعها. والتي تزيد عما كان ينبغي عليه أن يدفعه لو أنه اشترى ما يتوافر من أسهم وفقاً لأسلوب الشراء النمطي. أما إذا ألغيت الخطة قبل تلك الفترة. فإن القانون يعطي المستثمر الحق في استرداد جزء من تلك الرسوم. على النحو الذي سنعرض له في القسم الثالث من هذا الفصل.

والجدير بالذكر أن إدارة شركة الإستثمار تسعى لتشجيع هذا النوع من الخطط، على أساس أن الجزء الأكبر من رسوم الشراء يدفع في السنوات الأولى، في أن لجنة الأوراق المالية والبورصة والحكومات الحلية في الولايات المتحدة الأمريكية لها في ذلك رأي آخر. أما السبب فيهو الجزاء القاسي الذي يتعرض له المستثمر والمتمثل في ضياغ جزء من رسوم الشراء التي دفعها مقدماً. ولقد مثل رد فعل اللجنة في هذا الصدد في وضع قيود من شأنها أن تؤدي إلى توزيع عمولة الشراء على عدد من السنوات، على النحو الذي سوف نشير إليه في القسم الثالث. بل وقد ذهبت بعض الولايات مثل ولاية الينوي، وأوهايو، وواشنطن بعدم السماح كلية الشركات الإستثمار العاملة فيها بالتعامل في هذا النوع من الخطط.

٤) إدارة حساب العميان:

إلى جانب البدائل المتاحة لشراء أسهم شركة الإستثمار توفر بعض الشركات ذات النهاية المفتوحة خططاً واتفاقيات بديلة لإدارة إستثمارات عملائها. ومن أبرز تلك الخطط خطة إعادة إستثمار التوزيعات. وخطة دخل التقاعد. وخطة ترتيبات السحب المنتظم. واتفاقيات التبديل أو التغيير (٥).

أ) خطة إعادة الإستثمار:

تتيح العديد من شركات الإستثمار فرصاً لحملة أسهمها للاتفاق على ترتيبات لإعادة إستثمار نصيبهم في الأرباح "Automatic Reinvestment Plans" وذلك بدلاً من حصولهم عليه نقداً. ووفقاً لتلك الخطة يحصل المستثمر على عدد من الأسهم بما يعادل قيمة الأرباح التي اعيد إستثمارها. وحتى يمكن إعادة إستثمار نصيبه بالكامل من تلك الأرباح. فقد يقتضي الأمر حصوله على جزء "Fraction" من سهم. وهذا أمر مقبول. ولا يتحمل المستثمر رسوم شراء عن الأسهم التي حصل عليها، وإن كانت بعض الشركات قد فرضت رسوماً - منخفضة نسبياً - على المبالغ المعاد إستثمارها. على النحو الذي سبقت الإشارة إليه. هذا ولا يعنى إعادة إستثمار نصيب المستثمر من الأرباح. إعفائه من الضريبة التي كان سيدفعها لو أنه حصل على قيمة إلك التوزيعات نقداً. فالضريبة تفرض على الأرباح المعاد المناح المناح المعاد المناح المعاد المناح المناح الماء المناح المعاد المناح المعاد المناح المعاد المناح الماء المناح المعاد المناح المناح المعاد المناح المناح المناح المناح المهاد المناح المعاد المناح المناح المناح المناح المناح المناح المهاد المناح ال

⁽٥) يقصد بشركات الإستثمار في هذا الجزء الشركات ذات النهاية المفتوحة.

إستثمارها. طالما أن الخيار متروك للمستثمر في أن يحصل على قيمة الأرباح نقداً أو أن يعيد إستثمارها.

ب) خطة التقاعد:

أعطى القانون الأمريكي لن يعمل لحساب نفسه "Self-Empoyed Individuals" أن ينفذ خطة لعاش التقاعد من "Self-Empoyed Individuals" خلال ما يسمى بحساب التقاعد الفردي Keogh Plan". ومقتضى تلك الخطة، "Accout (IRA) أو خطة كيو "Keogh Plan". ومقتضى تلك الخطة، يدفع المستثمر نسبة من دخله لحساب شراء عدد من أسهم شركة الإستثمار للغرض المذكور. وفي عام ١٩٨٧ أصبح من حق أي شخص – سواء كان يعمل لحساب نفسه أو يعمل لحساب آخرين – أن ينفذ على ذات النحو خطة خاصة العاش التقاعد. وبالنسبة لن يعمل لحساب غيره يشترط أن لا تزيد مساهمته في الخطة عن النوجة (الزوج) دخل خاص جاز للزوج (الزوجة) فتح حسابين واحد له وآخر لزوجته، ويشترط أن لا تزيد مساهمته عن ١٢٥٠ دولاراً للحسابين. أما ويشترط أن لا تزيد مساهمته عن ١٢٥٠ دولاراً للحسابين. أما بالنسبة لمن يعمل لحسابه الخاص. فيجوز أن تصل مساهتمه إلى

هذا وتسمح مصلحة الضرائب الأمريكية باعتبار تلك الساهمات من بين المصروفات التي تخصم من الدخل الشخصي للمستثمر قبل حسابات تلك الخطط فعادة ما يوكل لأحد المصارف التجارية بوصفه حارساً

"Custodian"، والذي يقوم بدوره بإعادة إستثمار العائد المتولد عن الدفعات (الساهمات) المستثمرة.

ج) خطة السحب المنتظم:

تبدي شركات الإستثمار الأمريكية استعدادها لتنفيذ رغبة العصميل في الحصول على دفعات منتظمة Systematic منتظمة Systematic من العصول على دفعات منتظمة Withdrawal Plan" من الإباح استثماراته. وذلك بشرط أن لا يقل رصيد حساب العميل لدى الشركة عن مبلغ معين، عادة ما تتراوح قيمته ما بين ٥٠٠٠ دولار. أما حجم المسحوبات الشهرية فيشترط أن لا تقل عن ٥٠ دولاراً. وفي حالة ما إذا كان نصيب المستثمر من الأرباح يقل عن الدفعات المطلوبة. تقوم الشركة باسترداد جزء من أسهم العميل. وإيداع قيمتها نقداً في حسابه، حتى يتسنى لها تنفيذ شروط الاتفاق. وفي بعض الحالات قد نضع الخطة حداً أقصى لعدد الأسهم التي ينبغي استردادها. وهو ما يعني بالتبعية أن الدفعات التي سيحصل عليها المستثمر قد تختلف من شهر إلى آخر (۱).

بل وقد ينص في الخطة على أن لا تزيد المسحوبات عن نصيب المستثمر في الأرباح. رغبة في جنب استهالاك جزء من رأس المال. وفي حالات أخرى. قد تتحدد قيمة المسحوبات بنسبة معينة من النمو الذي خَفَق لقيمة الأصل الصافية، لما يمتلكه المستثمر من

⁽١) إذا كانت الأرباح أكبر من للسحوبات للتفق عليها. يتم إعادة إستثمار الزيادة.

أسهم. هذا يعني أنه إذا لم يتحقق نمو في فيترة من الفترات. فلن يستطيع المستثمر سحب أي مبلغ من حسابه.

د) إنفاقيات التبديا:

"Exchange Provisions" يقصد باتفاقيات أو شروط التبديل السياسة التي تضعها شركة الإستشمار التي تدير عبداً من الصناديق مختلفة الأهداف "Family of Funds" والتي مقتضاها يمكن للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق لآخر. على أساس قيمة الأصل الصافية للسهم. وذلك في مقابل رسوم ضئيلة. أو دون رسموم على الاطلاق. وبالطبع تناسب تلك الشركات المستشمرين الذي تتغير أهدافهم عبر الزمن. وحبتى لو لم يحدث تغيير في أهداف المستثمر، فقد يتبع سياسة التبديل. يحدث هذا إذا ما توقع انخفاض مستويات أسعار الأسهم في السوق خلال السنة أو السنتين القادمةين، ووجد من صالحه قوبل استثماراته من صناديق النمو إلى صناديق الدخل، ومكنه بالطبع أن يفعل العكس إذا ما توقع ارتفاع مستويات الأسعار في فترة مقبلة. هذا وإذا ما أسفر التحويل من صندوق إلى آخر عن خقيق الستثمر لأرباح أوتعرضــــه خسائر. فإن تلك الأرباح أو الخسائر تضاف أو تخصم من إيراداته الخاضعة للضريبة. أما السبب فهو أن التحويل ينطوي في حقيقة الأمر على عمليات بيع وشراء.

التشريمات الأساسية التي تحكم إدارة شركات الإستثمار:

يحكم إدارة شركات الإستثمار في الولايات المتحدة تشريعان أساسيان هما: قانون شركة الإستثمار الصادر عام 1920 والمعدل عام 1940. وقانون الأوراق المالية الصادر عام 1970. ولقد صدر قانون شركة الإستثمار لثلاثة اعتبارات رئيسية: أولها أن شركة الإستثمار قد يمكنها السيطرة على منشآت آخرى من خلال امتلاكها لنسبة من أسهم تلك المنشآت. ثانيها أن شركات الإستثمار – خاصة ذات النهاية المفتوحة – عادة ما يكون لها تأثير إيجابي على حجم المدخرات التي توجه إلى سوق رأس المال على حساب مؤسسات مالية أخرى. ففي غياب تلك الشركات كانت ستتدفق مدخرات صغار المستشمرين – الذين لا يناسبهم عادة الإستثمار في الأوراق المالية – إلى الودائع المصرفية أو ما شابهها. أما الاعتبار الثالث فهو عدم ترك تقنين نشاط تلك الشركات لقوانين الولايات. نظراً للتشتت الجغرافي الواسع خاملي أسهمها.

وفي ضوء هذه الإعتبارات حدد القانون المذكور أموراً معينة لا بد من توافرها حماية للمستثمرين، وتتمثل تلك الأمور في:

- () توفير قدر ملائم من المعلومات للمستثمرين الحتملين.
- التأكد من ملاءمة الشروط المصاحبة لإصدار بعض الأوراق المالية.
 التى قد تستثمر فيها الشركة جزءاً من مواردها.
 - ٣) عدم تركيز الإدارة في يد فئة معينة دون سواها.
 - ٤) إستخدام أساثيب محاسبية غير سليمة أو مضللة.

- ۵) عدم إحداث تغيير في السمات الميزة للشركة دون موافقة حاملى أسهمها.
- توافر قدر ملائم من الأصول والاحتياطيات التي تمكن الشركة من
 مارسة نشاطها بفاعلية.

ولواجهة تلك الأمور وغيرها اتخذ المشرع الأمريكي خطوات إبجابية في أربعة محاور. هي: توفير البيانات للمستثمرين، وتنظيم هيئة الإدارة والقيود المفروضة عليها. ورسوم الشراء. ثم المعاملة الضريبية.

أُولاً: توافسر البيانسات:

وفقاً لأحكام قانون شركة الإستثمار وقانون الأوراق المالية. تلتزم شركات الإستثمار بتسجيل الإصدار الجديد من الأسهم لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة، وما يستتبعه ذلك من تزويد اللجنة ببيانات معينة من خلال صحيفة التسجيل "Registration Statement". وتلتزم الشركة كذلك بترويد المستثمرين المحتملين منشور "Prospectus" يتضمن بعض البيانات التي تتضمنها صحيفة التسجيل ومن أهمها:

- 1) أهداف صندوق الإستثمار والسياسة الإستثمارية العامة له.
- القيود بشأن إستثمارات الشركة، والتي عادة ما تتعلق بمدى الاعتماد على الأموال المقترضة، ومارسة البيع على الكشوف "Short Sales" والمساهمة في إصدار الأوراق المالية، والإستثمار في شراء عقارات أو سلع.

- ٣) أتعاب الإدارة وكيفية خديدها.
- ٤) مستوى أداء الشركة في السنوات السابقة. ومعدلات دوران
 مكونات الخفظة.
 - ٥) أسماء أعضاء الإدارة القائمة على شؤون الصندوق.
 - ٦) سعر البيع المقرر للسهم.
 - ٧) طرق شراء أسهم الشركة، ونسبة رسوم الشراء.
 - ٨) الخدمات الخاصة التي يقدمها الصندوق للمستثمرين.
 - ٩) كيفية حساب قيمة الأصل الصافية.
 - ١٠) كيفية استرداد الأسهم.
 - (١) النظام الضريبي الذي يخضع له ربح الصندوق.
- ١١) القوائم المالية المعتمدة. إلى جانب بيان بالتشكيلة التي تتكون منها محفظة الصندوق.

ثانياً: تنظيم هيئة الإدارة والقيود المفروضة عليها:

تضمن قانون شركة الإستثمار شروطاً لحماية مصالح حملة أسهم شركات الإستثمار. وفي مقدمة تلك الشروط أن لا يزيد أعضاء مجلس إدارة الشركة المنتمية لبيت المشورة أو بيت السمسرة . الذي أسس الشركة عن ١٠٪ من مجموع الأعضاء. هذا يعني أن ٤٠٪ على الأقل من أعضاء مجلس الإدارة هم من المستقلين الذين لا علاقة لهم إطلاقاً ببيت المشورة. وفي هذا ضمان لعدم تركيز الإدارة في يد فئة واحدة من غير حملة الأسهم. كما لا يصرح للمديرين وكبار العاملين بشراء أسهم بقيمة تقل عن القيمة الصافية للسهم.كذلك حدد القانون بوضوح

متطلبات أخرى لتأكيد حماية حملة الأسهم. من بين تلك المتطلبات ضرورة تصويتهم على أي تعديل في الأهداف والسياسات الإستثمارية للصندوق، وكذا ضرورة الحصول على موافقة مسبقة من لجنة الأوراق المالية والبورصة لأي تعاملات بين شركة الإستثمار وبيت الشورة. ويهدف المتطلب الأخير إلى منع قيام بيت المشورة ببيع بعض الأصول لشركة الإستثمار بأسعار مغال فيها. يضاف إلى ذلك ما نص عليه الشركة الإستثمار بأسهم الشركة بسعر يقل عن السعر المحدد في المنشور.

كذلك حرص القانون على تنظيم الاتفاق بين شركة الإستثمار وبيت المشورة . فبانتهاء العقد الأول البرم بين الطرفين عند تأسيس الشركة والذي يستمر لمدة سنتين. يجدد العقد بعد ذلك على أساس سنوي وبشرط موافقة أغلبية حملة الأسهم. أو أغلبية كل من أعضاء مجلس الإدارة التابعين لبيت المشورة وأعضاء مجلس الإدارة المستقلين. هذا ولا يجوز لبيت المشورة التنازل عن العقد لبيت معشورة آخر. غنباً لإلحاق أي ضرر بحملة الأسهم.

ثالثاً: تكلفـــة الشــراء:

<u>.</u>

أعطت لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة اهتماماً خاصاً لرسوم الشراء التي يتحملها المستثمر. ففي عام ١٩٧٠ أدخل تعديل على قانون شركة الإستثمار الصادر عام ١٩٤٠ بشأن رسوم خطط الشراء الدوري لأسهم الشركة. فقبل التعديل كان على المستثمر أن يدفع في

السنة الأولى ١٠٪ من تكلفة شراء الأسهم التي تتضمنها الخطة, على أن يوزع باقي تكاليف الشراء على فترة الخطة. فلو أن مستثمراً ما قد تعاقد مع شركة إستثمار على دفع ١٠٠ جنيها شهرياً لمدة عشر سنوات بغرض شراء عدد من أسهمها، فإنه في ظل تكلفة شراء نسبتها ٥٨٪. تصبح تكلفة الشراء الكلية للخطة ٢٠٠ جنيهات (٢٠٠ ١١ شهراً ١٠ سنوات ٢ ٥٨٪). ولما كمان مجموع الدفعمات في السنة الأولى هو ٨٠٠ جنيها (١٠٠ جنيها ١٠٠ شهراً) فإنه يحق لشركة الإستثمار أن تخصم من تلك القيمة ما يعادل ٥٠٪ من التكلفة الكلية للشراء أي ١٠٠ جنيهات (٢٠٠ جنيهات ٢٠٠) ليصبح المبلغ الستثمر في السنة الأولى جنيها در٠٠ جنيها مطروحاً منها ١٠٠ جنيهات).

أما في ظل التعديل الذي أجري على القانون. فقد أصبح أمام المستثمر بديلان لحساب تكلفة الشراء. له أن يختار أفضلها. وعلى أن يكون له الحق دائماً في استرداد قيمة تكلفة الشراء بالكامل إذا ما قرر إلغاء الخطة. ولكن بشرط أن لا يكون قد مضى أكثر من 20 يوماً على استلامه للشهادة التي تتضمن ما يفيد اعتماد الإدارة للخطة. وفيما يلي نعرض للأسلوبين المشار إليهما.

الأسلوب الأول: وفقاً لهذا الأسلوب يخصم من المستثمر تكلفة شراء لا تتجاوز نسبتها ١٠٪ من قيمة كل دفعة. وعلى أن لا يزيد التوسط السنوي عن ١١٪ للثمانية والأربعين دفعة الأولى. وينطبق هذا الأسلوب على الحالات التي يكون فيها الشراء وفق خطة إختيارية، على النحو الذي سبقت الإشارة إليه في القسم الثاني.

الأسلوب الشاتي: وينطبق هذا الأسلوب على حالات الشراء وفقاً للخطة التعاقدية التي سبقت الإشارة إليها. وفي ظل هذا الأسلوب بخـصم ٥٠٪ من الدفعـات في السنة الأولى في مـقـابل تكلفة الشـراء. على أن يكون للمستثمر الحق في استرداد جزء من التكلفة المدفوعة -بالإضافة إلى قيمة الأصل الصافية لكل سهم اشتراه - إذا ما انسحب قبل مضى ١٨ شهراً من تاريخ التعاقد. أما البلغ الذي يحق له استرداده، فيستمثل في تكلفة الشراء المدفوعة. مطروحاً منها ١٥٪ من قيمة تلك التكاليف. فلو أن المبلغ المستثمر في السنة الأولى يعادل ٤٠٠ جنيه حين كانت قيمة الأصل الصافية للسهم ٢٠ جنيهاً، فإن التكلفة الخصومة سوف تساوى ٢٠٠ جنيه (٤٠٠ جنيه x ٥٠٪) وعدد الأسهم الشتراة عشرة أسهم (٤٠٠ – ٢٠٠) / ٢٠). وإذا ما انسحب السنثمر عقب السنة الأولى مباشرة حين كانت قيمة الأصل الصافية للسهم ٢١ جنيهاً، فإن المبلغ الْسِيتَ حِقْ له سُوفُ يِسَاوِي ٣٨٠ جنيهاً. وهو ما يعادل قيمة الأصل الصافية للأسهم المشتراة أي ١١٠ جنيها (٢١ جنيها × ١٠ أسهم) مضافاً إليها الملغ المسترد من تكلفة الشراء وقدره ١٧٠ جنيها (٢٠٠ جنبه- ۲۰۰ x ۱۸۰٪).

رابعاً: المعاملة الضريبية:

غصل شركات الإستثمار على إبرادتها من العائد المتولد عن الأوراق المالية التي تتمثل في فوائد المالية التي تتكون منها صناديق الإستثمار. والتي تتمثل في فوائد السندات والتوزيعات على الأسهم. إضافة إلى الأرباح الرأسمالية السندات والتوزيعات على الأسهم أضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناجمة عن بيع بعض الأوراق المالية بقيمة أكبر من القيمة التي سبق أن

اشتريت بها. ويتحدد الوعاء الضريبي بخصم رسوم الإدارة والصاريف الإدارية من تلك الإيرادات. وتنظر شركات الإستثمار إلى نفسها على أنها ليست شركات بالمفهوم المتعارف عليه، بل هي همزة وصل "Conduit" فقط بين المستثمرين وبين الأوراق المالية التي تتكون منها صناديق الإستثمار. لذا. فقد نص القانون الضريبي الأمريكي على إعفاء دخل شركة الإستثمار التي يتوافر فيها شروط معينة Regulated" "Regulated" تؤكد على هذا الدور الحدود - من الخضوع للضريبة، حتى جنب المستثمر دفع الضريبة مرتين: مرة على دخل الشركة. ومرة آخرى على دخله الشخصي. وتعد هذه ميزة مهمة المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية

منخفضة أو الذي لا يخضع للضريبة على الإطلاق (٧). فوفقاً للقانون الأمريكي تعفى شركة الإستثمار من ضريبة الدخل إذا توافرت فيها الشروط الآتية:

 ان يتمثل ٩٠٪ من إجمالي إيراداتها "Gross Income" على الأقل من فوائد سندات أوتوزيعات على أسهم. أو أرباح رأسمالية ناجمة عن بيع بعض الأوراق المالية.

⁽٧) لو لم تعف الشركة من الضريبة لخضع دخلها لشريحة ضريبية قد تزيد على ٣٠٪, وهو ما يعني بطريقة غير مباشرة خمل المستثمر لعبء تلك الضريبة بذات المعدل. أما في ظل الإعفاء فإن دخله هو الذي سيخضع للضريبة، وإذا ما كانت شريحته الضريبية منخفضة، فإن معدل الضريبة على الدخل سوف ينخفض كذلك.

- أن لا تزيد الأرباح قصيرة الأجل عن ٣٠٪ من إجمالي الإيرادات.
 ويقصد بذلك الأرباح الرأسمائية والإيرادية المتولدة عن أوراق مائية إمتلكتها الشركة لفترة تقل عن ثلاثة شهور.
- ٣) أن تصنف الشركة ضمن الشركات الملتزمة بتنويع إستثماراتها.
 على النحو الذي سبقت الإشارة إليه في القسم الثاني.
- أن يجري توزيع ٩٠٪ على الأقل من التوزيعات والفوائد التي حصلت عليها الشركة بجرد إستلامها. ولا تدخل الأرباح الرأسمالية في حساب تلك النسبة.
- أن تكون الشركة مسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بوصفها شركة إستثمار، وعلى أن تقدم إلى مصلحة الضرائب طلباً بإعفائها من الضريبة.

ويدرك القارىء بالطبع أنه إذا كان دخل الشركة معفى من الضريبة، فإن حاملي أسهمها يخضعون للضريبة. وفقاً للشريحة الضريبية التي تقع فيها دخولهم. هذا ويقضي القانون بأن تقوم الشركة في خلال 10 يوماً من إنتهاء السنة الضريبية. بإخطار حاملي الأسهم بالجزء من التوزيعات - التي حصلوا عليها - والتي تمثل دخلاً إيرادياً (توزيعات عن أسهم أو فوائد عن سندات) والجزء الذي يمثل أرباحاً رأسمالية قصيرة الأجل. وذلك الذي يمثل أرباحاً رأسمالية طويلة الأجل. ولهذا التصنيف أهميته الخاصة في حالة الأنظمة الضريبية التي يخضع فيها الربح

الإيرادي والربح الرأسمالي قصير الأجل لمعدل ضريبة يختلف (عادة أعلى) عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية طويلة الأجل.

ولكن ماذا عن الأرباح الحستجزة أي غير الموزعة؟ تخضع للضريبة بذات المعدلات التي تخضع لها الشركات الأخرى هناك. ونضيف ضرورة إخطار الشركة للمستثمر بالشريحة الضريبية التي خضعت لها. حتى بمكنه استرداد جزء من الضريبة التي دفعتها الشركة. عما يخصه من تلك الأرباح. وذلك إذا ما كان دخله الشخصي يخضع لشريحة ضريبية تقل عن الشريحة الضريبية التي خضعت لها أرباح الشركة،

تقييهم أداء صناديهي الإستثمار:

ثمة أسلوبان أساسيان لتقييم أداء صناديق الإستثمار. هما: الأسلوب المربيط الذي يناسب المستثمر العادي. والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذا المعرفة الواسعة بشؤون الإستثمار. إضافة إلى ملاءمته لبيوت السمسرة التي تقدم خدمات إستشارية لعملائها. ورغم المزايا التي يحققها المستثمر من استخدام هذين المدخلين. إلا أن عليه أن يأخذ في الحسبان جوانب أخرى للأداء سنعرض لها أيضاً فيما بعد. وقبل أن نلقي الضوء على تلك المداخل والجوانب، قد يكون من الملائم تناول التقارير المالية التي تنشرها شركات الإستثمار. والتي تمثل الأساس الذي يقوم عليه التقييم.

التقارير النائية والبيانات المنشورة:

إلى جانب البيانات التي تنشرها الصحف يومياً عن قيمة الأصل الصافية للسهم وعن الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة، تتيح شركات الإستثمار لحملة أسهمها عدداً من التقارير السنوية وربع السنوية. في مقدمة تلك التقارير الميزاينة العمومية وقائمة الدخل. إلى جانب بيانات مالية أخرى. ومن الأمثلة على تلك البيانات قائمة الأوراق المالية التي استثمرت فيها موارد الشركة، إضافة إلى تصنيف تفصيلي لتلك الأوراق. وشرح تفصيلي للأرباح والخسائر غير الحققة – أي التي تتمثل في ارتفاع وشرح تفصيلي للأرباح والخسائر غير الحققة – أي التي تتمثل في ارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية تتضمنها بعض صناديق الإستثمار – وخليل لهدف الشركة وسجلها الإستثماري. ولا يقتصر الأمر على تلك البيانات. إذ عادة ما تتيح الشركة لحملة أسهمها بيانات.

في مقدمة البيانات التي بتضمنها الجدول القيمة السوقية للأصول وليس قيمتها الدفترية، وهوما يعني إمكانية حساب قيمة الأصل الصافية للسهم العادي. وذلك بقسمة القيمة السوقية للأصول بعد الستبعاد قيمة الأموال المقترضة وقيمة الأسهم المتازة المصدرة استبعاد قيمة الأسهم الماعدية (١٠٠٠٠ جنيه) على عدد الأسهم العادية (١٠٠٠٠ سهم). كما يشير الجدول كذلك إلى أرباح رأسمالية غير محققة (زيادة في القيمة السوقية للأصول) قدرها ٩١٤٥٠ جنيه. ولو فرض أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية ١٢٨، فإن قرار المنشأة بعدم بيع تلك الأصول يعني تأجيل دفع ضرائب قدرها ١٩٢٩٠ جنيه. هناك كذلك صافي ربح الإستثمار الذي يتمثل في قيمة التوزيعات والفوائد وغيرهامن مصادر الدخل (١٨١١٦)

جنيهاً) مطروحاً منها مصروفات التشغيل (١٦١١٦ جنيهاً) التي تتمثل في أتعاب الإدارة. وتكلفة البحوث، والضرائب الأخرى (غير ضريبة الدخل التي يخضع لها حملة الأسهم أنفسهم). ومن الملاحظ أن التوزيعات لكل سهم منخفضة. غير أن المستثمر يدرك أن تلك التوزيعات لا تمثل كل مستحقاته. فهناك نصيبه في الأرباح الرأسمالية المحققة، إضافة إلى نصيبه في الأرباح غير المحققة.

وكما يبدو فإن هذه البيانات من شأنها أن تزود حملة الأسهم معلومات مفيدة. كما يمكنهم أن يستخلصوا منها مؤشرات أخرى إضافية. بل وإذا ما توفرت بيانات مقارنة عن سنة أو سنوات سابقة، لأمكن استخلاص الكثير من النتائج. وبعد هذه المقدمة عن البيانات المنشورة نعرض لقياس أداء صناديق الإستثمار.

قياس أداء صناديق الإستثمسار

ي كن التمييز في هذا الصدد بين أسلوبين بديلين لقياس أداء صناديق الإستثمار. هما: الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج.

١) الأسلوب البسيط:

تنشر شركات الإستشمار ذات النهاية للفتوحة يومياً قيمة الأصل الصافية للسهم، وكذا الأرباح الإيرادية والرأسمالية للوزعة، وذلك لكل صندوق على حده (٨). وتعد هذه المعلومات كافية

 ⁽٨) يسترط لإعفاء شركة الإستثمار من الضريبة قيامها بالتوزيع الفوري للأرباح الحققة، على النحو الذي سبقت الإشارة إليه في القسم الثالث.

جدول ٤ - ١ بعض البيانات المالية الإضافية لإحدى شركات الإستثمار عن سنة مالية ما

	الأصول (بالجنيهات)
1285	القيمة السوقية لجموع الأصول
٣٠٠٠٠٠	مبالغ مستحقة للغير
1185	الأصول الإستثماري
181	أسهم متازة مباعة بقيمتها الإسمية
	أصول إستثمارية مولة من حصيلة الأسهم العادية
1.0	المصدرة
٥٥	قيمة الأصل الصافية للسهم العادي
	الأرباح الرأسمالية
1205	أرباح رأسمالية محققة ناجمة عن بيع أصول
1,77	نصيب السهم العادي من الأرباح الرأسمائية الحققة
9750	أرباح رأسمالية غير محققة
	صافي الربح
FAA111	التوزيعات والفوائد وغيرها
min	مصروفات التشغيل
F1100-	صافي ربح الإستثمار
1100-	توزيعات الأسهم المتازة
50	صافي الدخل لحملة الأسهم العادية
1,17	صافي ربح الإستثمار لكل سهم عادي
47, 28,00	التوزيعات لكل سهم عادي
7. 5,50	توزيعات من الأرباح الإيرادية
1,11	توزيعات من الأرباح الرأسمالية
11	عدد الأسهم

* القيمة الدفترية للسهم ٤٠ جنيهاً. ويحق خامل السهم تـوّريعات قدرها المراهم من المراهدة على المراهدة على المراهدة المراه

لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد. هو معدل العائد على الأموال الستثمرة في الصندوق الذي توضحه المعادلة ٤-١.

$$a = \frac{(\bar{b}_1 - \bar{b}) + 2 + c}{\bar{b}}$$

حيث ق. ق التمثل على التوالي قيمة الأصل الصافية في بداية ونهاية الفترة التي يحسب عنها المعدل (ق ا + ق) تمثل الأرباح الرأسمالية غير الحققة والتي تعكس خسناً في القيمة السوقية للتشكيلة، م تمثل معدل العائد على الإستثمار وأخيراً تمثل ى رعلى التوالي الأرباح الإيرادية والأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة (٩).

ولتوضيح كيفية حساب هذا المعدل دعنا نفترض أن قيمة الأصل الصافية للسهم في بداية شهر ما كانت ٣٠ جنيهاً. إرتفعت إلى ٢١ جنيه في نهايته. إفترض كذلك أن نصيب السهم من

الأرباح الإبرادية والرأسمالية ١٥ قرشاً ، ١٢ قرشاً على التوالي. في ضوء تلك المعلومات سوف يبلغ معدل العائد على الإستثمار في هذا الشهر ١٢٧(٪.

⁽٩) بالنسبة للصناديق ذات النهاية المغلقة يتم حساب معدل العائد وفقاً للمعادلة ٣-١، التي سبقت الإشارة إليها في الفصل الثالث.

$$A = \frac{(11^{10} - 10) + (10^{10} + 10^{10})}{r} = \sqrt{10}$$

وعثل هذا المعدل مقياساً للحكم على أداء مدير الصندوق في الشهر محل التحليل ولكنه لا عثل معدل العائد الذي حققه المستثمر الماذا؟ لأن المستثمر رعا يكون قد تكبد مصروفات أو رسوم شراء للسهم الذي علكه. فلو أنه كان قد اشترى السهم في بداية الشهر. ودفع حينذاك رسوماً قدرها ٧٥ قرشاً عن السهم. فإن التكلفة الكلية لشراد السهم الواحد تصبح ٧٥٠٠٣ جنيهاً. وهو ما يعني في النهاية معدل سالب للعائد على الإستثمارقدره -١٩ر٠٪ في ذلك الشهر:

ولكن لماذا يمثل العائد الأول (١٠٢٧) المقياس لكفاءة أداء إدارة الصندوق؟ لأن تكلفة الشراء التي دفعها المستثمر لشراء السهم لم خصل عليها إدارة الصندوق أي لم تستخدم في الإستثمار. بل حصل عليها أولئك الذين يقع على كاهلهم مسؤولية تسويق الأسهم المصدرة.

هذا ومن الملائم أن يقوم المستثمر مقارنة معدل العائد على الإستثمار الذي حققه الصندوق الذي يستثمار فيه أمواله، مع معدل العائد على الإستثمار لصناديق أخرى ماثلة.

٢) الأسلوب المردوج:

بعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الإستثمار، تركيبزه على العائد دون أن يأخذ الخاطر في الحسبان. فقد يحقق صندوق ما عائداً أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة الخاطر التي قد ينطوي عليها الإستثمار فيه، مقارنة بالصندوق الثاني. ولتجنب ذلك العيب فقد القترحت بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الإستثمار. وهي بدائل تأخد في الحسبان كل من العائد والخاطر، وهذا هو العسبب الذي من أجله أطلقنا على هذه الأساليب المزدوجة، ومن أبرزها مقياس شارب، ومقياس ترينور.

اً) مقياس شارب:

قدم وليم شارب مؤشراً "Sharpe's Index" لقياس أداء محفظة الأوراق المالية – والذي ينطبق بالطبع على صناديق الإستشمار- "Reward to – (الخاطر) – Variability Ratio (R/V)"

قيمة المؤشر =
$$\frac{d-b}{c}$$
 (١--١)

حيث ط تمثل متوسط معدل العائد على الإستثمار، ل تمثل متوسط معدل العائد على الإستثمار الخالي من الخاطر. أما ٥ فتمثل الإنحراف المعياري لمعدل العائد على الإستثمار، الذي هو مقياس للمخاطر الكلية (تقلب العائد) الذي ينطوى عليه الإستثمار.

ويتضمن متوسط معدل العائد على الإستثمار Average Rate"

" of Return في هذا الصدد التغير في قيمة السهم الذي تصدره شركة الإستثمار (قيمة ق١ – ق في العادلة ٤ – ١) إضافة إلى التوزيعات والأرباح الرأسمالية الصافية التي يحصل عليها المستثمر خلال الفترة. أي بعد خصم المصاريف الإدارية وأتعاب الإدارة. أما رسوم الشراء فلا يتم خصمها طالا أن الشركة لا خصل عليها ولا تسجل بالتالي في دفاترها.

وبالنسبة لمعدل العائد على الإستثمار الخالي من الخاطر Risk"

Free Rate" فيقصد به العائد الذي خققه ورقة مالية تصدرها الحكومة، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة واحدة. وعادة ما ينطبق ذلك التوصيف على معدل العائد المرتفع على أذونات الخزانة. غير أن على القارىء أن يدرك أن ذلك لا ينطبق على العائد الذي حققته أذونات الخزانة المصرية في أوائل التسعينات. فهذا العائد المرتفع يرتبط أساساً بخطة الإصلاح الاقتصادي. دون أن تكون له علاقة بالخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار في تلك الأذونات.

نقطة أخرى مجدر الإشارة إليها. هي أن معدل العائد على الإستثمار الخالي من الخاطر، يمثل في حقيقة الأمر العائد في مقابل عنصر الزمن. بما فيه العائد في مقابل مخاطر التضخم. وبناءً عليه، فإن بسط العادلة ٤-٢ يمثل متوسط معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر، في مقابل الخاطر التي ينطوي عليها

الإستثمار (١٠) أو ما يطلق عليه بعلاوة الخاطر "Risk Premium". وذلك طالما خصمنا من العائد على الإستثمار (ط) العائد مقابل عنصر الزمن (ل). وإذا ما أخدنا في الإعتبار أن الخاطر التي تتضمنها المعادلة ٤-١ هي الخاطر الكلية "Total Risk" أي الخاطر النتظمة وغير المنتظمة "Systematic & Unsystematic Risk" فإن ناخ العادلة المذكورة يمثل العائد في مقابل كل وحدة من وحدات الخاطر الكلية التي بنطوي عليها الإستثمار في الصندوق.

ولتوضيح كيفية استخدام المعادلة ٤-١ في قياس الأداء. دعنا نفترض أن متوسط معدل العائد على الإستثمار المحسوب بالمعادلة ٤-١ التي سبقت الإشارة إليها. خلال الخمس سنوات المنصرمة قد بلغ ١١٪ للصندوق "ب". كما بلغت الخاطر الكلية (الإنحراف المعياري) لكل من الصندوقين ٥٪ ٣٪ على التوالي. أما متوسط معدل العائد على الإستثمار الخالي من الخاطر خلال الفترة ذاتها فقد بلغ ٤٪. في ظل هذه المعلومات سوف تبلغ قيمة المؤشر للصندوقين ١٦١، ١٠٠ على التوالي. وكقاعدة عامة كلما كانت قيمة المؤشر أعلى كلما كان أداء وكقاعدة مامة كلما كانت قيمة المؤشر أعلى كلما كان أداء الصندوق أفضل. إذ يعني عائداً أعلى لكل وحدة من وحدات الخاطر.

قيمة المؤشر للصندوق أ =
$$\frac{11-3}{0}$$
 = 1 , الموقد المؤشر للصندوق ب = $\frac{2-1}{0}$ = $\frac{2-1}{0}$

⁽١٠) للمزيد عن هذه النقطة يمكن الرجوع إلى كتاب الإدارة المالية: مدخل خَليلي معاصر للمؤلف.

وغني عن البيان أنه على عكس المؤشر البسيط الذي بكنه حسابه على فترات قصيرة، فإن مؤشر شارب ومؤشر ترينور الذي سنعرض له فيما بلي، يتم حسابهما لفترات زمنية أطول قد تغطى عدد من السنوات.

ب) مقياس ترينور:

يقوم مقياس ترينور "Treynor's Index" على فكرة أن المستثمر العادي بمكنه من خلال التنويع السائح أو البسيط، أن يتخلص كلية من الخياطر الخاصة أو غير المنتظمة التي سنشير إليها في الفيصل السادس. ويقصد بالتنويع السائح تشكيل محفظة الأوراق المالية من حوالي عشر أوراق مالية مختارة عشوائياً. ويقضي المقياس بأنه إذا كان التخلص من الخاطر غير المنتظمة هو أمر يسير إلى هذا الحد. فإنه بمكن الإدعاء بأن الإدارة الحترفة التي تتولى صناديق الإستثمار بمكنها أن تشكل مكونات تلك الصناديق. بطريقة تجعلها تنطوي فقط على الخاطر المنتظمة. بعبارة أخرى بطريقة تجعلها تنطوي فقط على الخاطر المنتظمة. بعبارة أخرى أن مقياس مخاطر صناديق الإستثمار ينبغي أن يتمثل في معامل أن مقياس مخاطر صناديق الإستثمار ينبغي أن يتمثل في معامل المنادة المعادلة كـ٣ كيفية قياس أداء صناديق الإستثمار في ضوء تلك الفكرة.

قيمة المؤشر =
$$\frac{d-b}{1}$$
 قيمة المؤشر

حيث تمثل "تا" معامل بيتا لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها صندوق الإستثمار.

وكما يبدو فإن الاختلاف بين المعادلة 3-1 والمعادلة 3-7 يكمن في الكيفية التي تقاس بها الخاطر. ففي المعادلة 3-1 تقاس الخاطر بالإنحراف المعياري. وهو ما يعني ضمنياً افتراض عدم القدرة على التخلص من الخاطر غير المنتظمة. أما في المعادلة 3-7 فإن الخاطر تقاس بمعامل بيتا. وهو ما يعني ضمنياً القدرة على التخلص من الخاطر غير المنتظمة. وبميل المؤلف إلى تفضيل التخلص من الخاطر غير المنتظمة. وبميل المؤلف إلى تفضيل مقياس ترينور إذ من المتوقع أن تتكون صناديق الإستثمار من عدد من الأوراق المالية. يكفي للتخلص من الخاطر غير المنتظمة. هذا وبمكن قياس أداء الحفظة باستخدام مقياس ترينور. بذات الطريقة التي تم بها قياس أداء الحفظة باستخدام مقياس شارب. وكفاعدة عامة كلما ارتفعت قيمة المؤشر. كلما كان ذلك مؤشراً على أداء أفضل للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

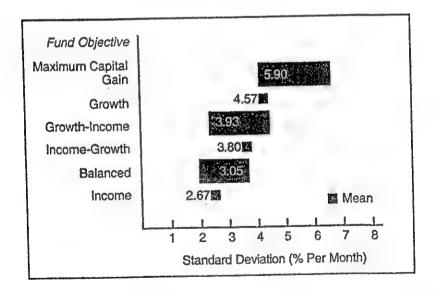
٣) جوانب أخرى في قياس الأداء:

إلى جانب معدل العائد على الإستثمار. ومؤشرات الأداء التي تقيس أداء الصندوق وفقاً لمعياري العائد والخاطر، ثمة جوانب أخرى لتقييم أداء الصندوق ينبغي الوقوف عليها، ونقصد بها مدى إمكانية الحافظة على مستوى الخاطر الحدد في هدف إنشاء الصندوق، والتأكد من ملاءمة مستوى التنويع، والتأكد من خقيق عائد مائم، إضافة إلى الوقوف على حجم التكاليف التي يتكبدها المستثمر ومدى تأثيرها على العائد الذي يحققه.

1) الخافظة على مستوى الخاطر:

من بين المعايير الأخرى لأداء صناديق الإستثمار هو مدى قدرة الإدارة على الحافظة على مستوى الخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار في الصندوق. وذلك مقارنة مع مستوى الخاطر الحدد في هدف إنشائه. وفي هذا الصدد نقدم ملخصاً لنتائج إحدى الدراسات التي أجريت على ١٢٣ صندوق إستثمار. تتباين فيما بينها من حيث مستوى الخاطر الحدد في قرار تأسيس الصندوق. وهو ما يوضحه شكل ١٠٤.

شـــکل ۱-٤ تباین مستوی مخاطر الإستثمار



وكـمـا هو واضح يمثل الحـور الرأسي تصنيـفـاً للصناديق وفـفـاً للهدف المحدد من حيث الخاطر. فالصناديق التي تستهدف تعظيم الأرباح الرأســماليــة "Maximum Capital Gain Funds" تأتي في القمة، ثم تتدرج الصناديق تنازليـاً من حيث حجم الخاطر لتنتهي بالصناديق التي تسـتهـدف خمّـيق دخول جارية "Income Funds" وهي أقلها مخاطر. أما الخحور الأفقي فيـمثل الإنحراف المعياري لمحدل العائد على الإستـثمـار، الذي يوضحه بسـط المعادلة ٤-١، والحسـوب على أسـاس شـهـري لفـتـرة زمنيـة قـوامـهـا عـشـر سنوات (١١).

هذا ويمثل كل مستطيل المدى للإنحراف المعياري، لكل نوع من الصناديق الموضحة على الخور الرأسي. أما المربع في داخل كل مستطيل فيمثل متوسط الإنحراف المعياري لعائد مجموعة الصناديق التي تندرج خت نوع معين.

وكما يبدو فإن هناك إرتباطاً واضحاً بين مستوى الخاطر الحدد في هدف الصندوق. وبين الخاطر الفعلية. فكلما ارتفعت (إنخفضت) الخاطر المحددة في الهدف، إرتفعت (إنخفضت) الخاطر المعلية. ومع هذا فإن تداخل المربعات يعني أن بعض الصناديق التي اشتملت أهدافها على مخاطر منخفضة نسبياً. كانت مخاطرها الفعلية أكبر من الخاطر الفعلية لصناديق أخرى اشتملت أهدافها على مخاطر الفعلية لصناديق أخرى

⁽١١) هذا يعني أن الإنحراف العياري قد تم حسابه على أساس ١٢٠ مفردة وهي ١٢ مفردة سنوياً (بعدل مفردة شهريا) لمدة عشر سنوات.

٢) قياس مستوى التنويع:

من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الإستثمار الستوى العالي من التنويع الذي تتسم به تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها الصناديق التي تكونها. فأسهم شركات الإستثمار عادة ما تمثل الجانب الأكبر من إستثمارات بعض الأفراد, الأمر الذي يجعل من الأهمية بمكان ضرورة الإطمئنان على أن تشكيلة الأوراق للالية التي يتضمنها الصندوق على مستوى عال من التنويع. وفي إحدى الدراسات التي قامت بها مؤسسة ميرل لنسش "Merrill Lynch" تم إيجاد معدل العائم صندوق إستثمار باستخدام سنوي لمدة خمس سنوات. وذلك لمائة صندوق إستثمار باستخدام العادلة ٤-١ التي سبقت الإشارة إليها في هذا القسم. كذلك تم إيجاد ذات المعدل لمؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ - لذات الفترة الزمنية إيجاد ذات المعدل لمؤشر العكس محفظة السوق التي هي على درجة عالية من التنويع.

بعد ذلك تم إيجاد الإنحراف المعياري لعائد تلك الصناديق. وكذا الإنحراف المعياري لعائد موشر ستاندرد آند بور. وبإيجاد قيمة معامل التحديد "(Coefficient of Determination (R2)" اتضح أنها تساوي ٩٠٪، بما يعني أن ٩٠٪ من التباين في عائد تلك الصناديق. يعكسه مؤشر ستاندرد آند بور يعزى للتباين في عائد السوق الذي يعكسه مؤشر ستاندرد آند بور وهو ما يعني ضمنياً أن تلك الصناديق على درجة عالية من التنويع. وبالطبع يمكن أن تقتصر الدراسة على البيانات المتاحة عن صندوق الإستثمار الذي يهم الستثمر ليقارنه بالبيانات المتاحة لأحد المؤشرات.

٣) قياس متوسط معدل العائد:

قد يكون من الملائم الإطمئنان على مدى مالاءمة معدل العائد على الإستشمار الذي يتولد عن الصندوق. يتم ذلك بمقارنة متوسط العائد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات المناسبة. وفي الولايات المتحدة الأمريكية تنشر مجلة بارون "Barron" أسبوعياً متوسط العائد لعدد من المؤشرات تعدما مؤسسة ليبر خدمات التحليل "Lipper Analytical Services" كما تنشر متوسط العائد لمؤشر دوجونز ومؤشر ستاندرد آند بور

وفي حالة صناديق الإستثمار التي تتكون غالبيتها من أسهم عادية. يتم مقارنتها بعائد محفظة استرشادية Benchmark "Portfolio" لأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠. إضافة إلى إستثمار خال من الخاطر أي أوراق مالية حكومية لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة وبالطبع تتوقف التوليفة على مستوى الخاطر لإستثمارات الصندوق. فلو أن معامل بيتا لعائد إستثمارات الصندوق يساوي ٧٠. فإن الحفظة الاستثرشادية المفترضة التي ستستخدم في المقارنة، لا بد وأن تتكون من المنها مؤشر السوق قوامها ٧٠٪ من قيمة إجمالي إستثمارات في أوراق مائية خالية من الخاطر قوامها المناهة على الخاطر قوامها المناهة على المناهة من الخاطرة والمناهة والمناهة والمناهة من الخاطرة والمها

غياس التكاليف:

هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الإستثمار. النوع الأول هي التكاليف الباشرة التي يمكن قياسها. ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية. وهذه التكاليف عادة ما تكون منشورة. أما النوع الثاني فهي تكاليف المعاملات. وهي تكاليف غير مباشرة وتنقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها وأخرى يصعب قياسها. ويقصد بالتكاليف التي يسهل قياسها عمولة السمسرة وعادة ما تتوافر عنها بيانات منشورة. أما التكاليف التي يصعب قياسها قياسها فهي هامش ربح بيع وشراء السهم "Bid-Ask Spread" قياسها أو شراءً إضافة إلى التأثير الذي خدثه الصفقات الكبيرة - بيعاً أو شراءً علي القيمة السوقية للسهم، والتي سبقت الإشارة إليها في علي القيمة السوقية للسهم، والتي سبقت الإشارة إليها في

ولقياس تأثير تلك التكاليف على العائد على الإستثمار عادة ما يتم حساب نصيب السهم من التكاليف الباشر إضافة إلي عمولة السحمسرة, ثم يضاف النائج إلى بسط العادلة ١-١. لنحصل على معدل العائد الإجمالي. فإذا طرح منه أو قورن معه معدل العائد الصافي الحسوب بالمعادلة ١-١، نحصل على التأثير الذي أحدثته تلك التكاليف. ففي المثال المصاحب لتلك المعادلة. لو أن نصيب السهم الواحد من تلك التكاليف ١ قروش أي ١٠٠٠ جنيم فإن المعدل الإجمالي – وليس الصافي – للعائد على الإستثمار سوف يبلغ ١٠٪.

$$\chi_{1} = \frac{\gamma_{1} (\gamma_{1} + \gamma_{1}) + (\gamma_{1} + \gamma_{1})}{\gamma_{1}} = \chi_{1}$$

حيث م* تمثل العدل الإجمالي للعائد على الإستثمار.

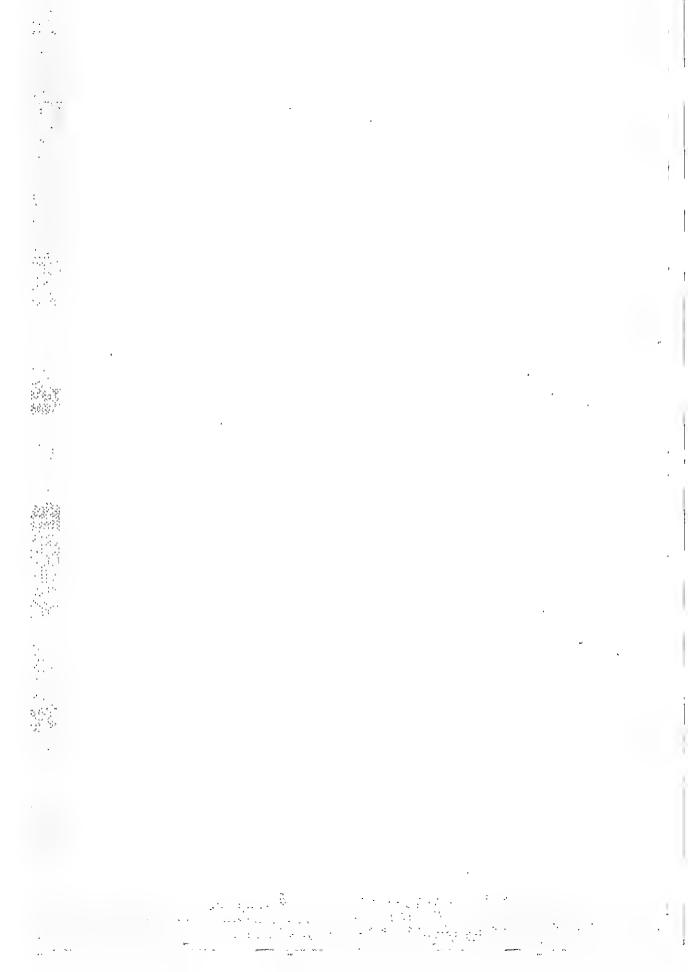
يكشف المعدل الإجمالي عن معدل العائد على الإستشمار لو لم يكن هناك وجود لتلك التكاليف. وبمقارنة المعدل الإجمالي بالمعدل الصافي (١/١/١٪) الذي توصلنا إليه في الصفحات السابقة. يتضح أن العائد نتيجة تلك التكاليف يبلغ ١٢٪ (٤/١٪) - ١٦/١٪). وبالطبع يمكن إجراء المقارنة بين الصناديق الختلفة لمعرفة حجم التأثير الذي خدثه تلك التكاليف على العائد على الإستثمار.

وأخيراً. نختتم هذا الفصل بالإشارة إلى أن لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة. كانت قد أجرت دراسة على شركات الإستثمار. كشفت عن أنه لا يوجد تأثير لأي من العوامل الآتية على إجمالي العائد على الإستشمار: حجم الإستثمار في الصندوق. حجم الإستثمارات الكلية لشركة الإستثمار، ما إذا كانت هناك تكاليف شراء لسهم الشركة أم لا. ومن ناحية أخرى فقد وُجدت علاقة عكسية بين معدل العائد على الإستثمار وبين معدل دوران محفظة الصندوق. بمعنى أنه كلما تكررت عملية إجراء التعديل والتغيير في تشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق – لاغتنام فرص التباين بين القيمة السوقية

للأوراق المالية وقيمتها الحقيقية – كلما انخفض معدل العائد على الإستثمار. ومن بين التفسيرات لتلك العلاقة العكسية أنه في ظل السوق الكفء تكون تكاليف المعاملات المصاحبة لعملية الشراء والبيع التي يستلزمها التعديل. أكبر من العائد الذي مكن خقيقه من اغتنام تلك الفرص.

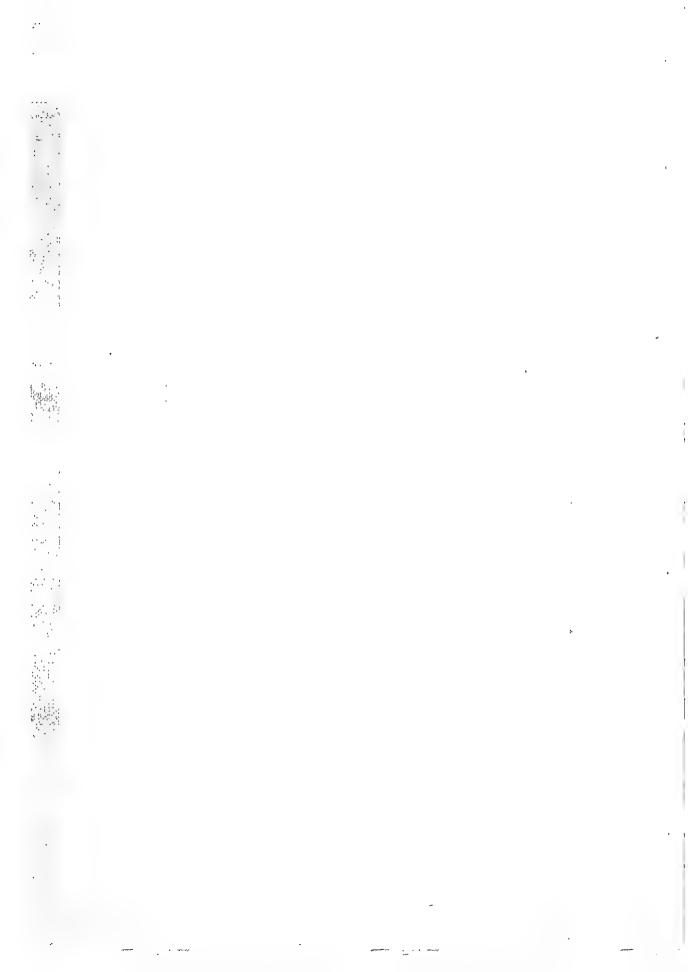
الخلام حصنة:

تأخذ شركات الإستثمار شكلاً تنظيمياً ماثل غيرها من الشركات وتتأسس الشركة بواسطة مجلس الإدارة الذي يختاره ببت المشورة الختص. أما الإدارة التنفيذية فتوكل لبيت المشورة بناءً على عقد يستمر لحة سنتين. على أن يكون تجديده بعد ذلك على أساس سنوي. ويحدد نظام الشركة السياسات الرئيسية للإستثمار. والتكاليف المقرر أن يتحملها المستثمر والكيفية التي مكن بها للمستثمر أن يشتري أسهم الشركة. وكذا كيفية إدارة حساب العميل. ويحكم شركات الإستثمار في أربعة محاور أساسية. هي: توفير البيانات للمستثمرين، وضمان في أربعة محاور أساسية، هي: توفير البيانات للمستثمرين، وضمان الملاءمة الهيئة القائمة على شؤون الإدارة، وقديد إطار رسوم الشراء, ثم ملاءمة الضربية. ويتوافر للمستثمر أساليب بديلة لتقييم أداء شركات الإستثمار بشكل بتيح له للفاضلة بينها واختيار الشركة التي يتعامل معها.



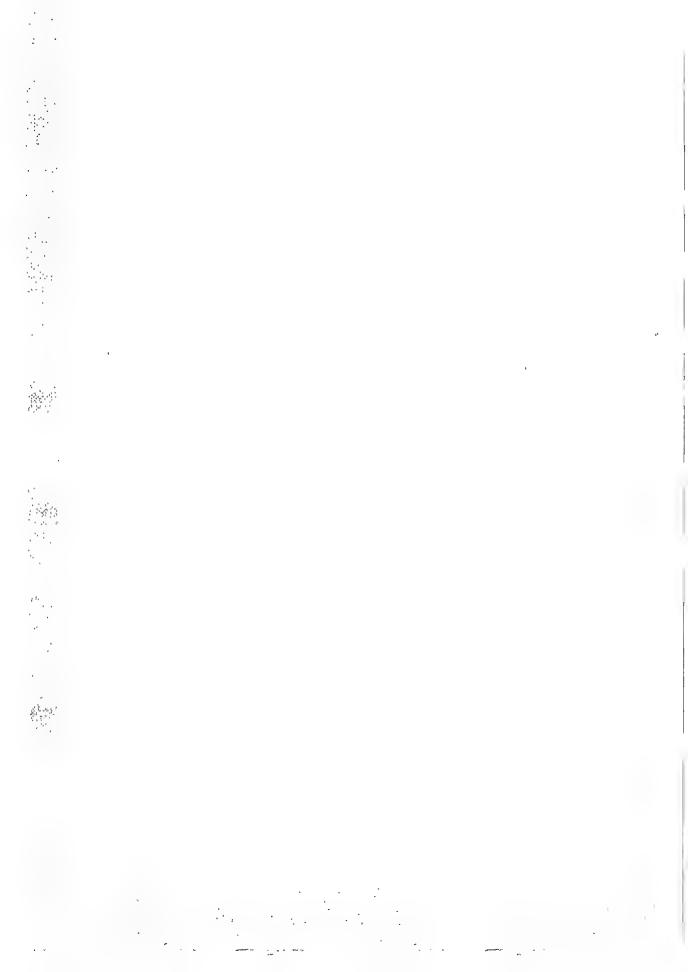


∄



عرض الباب الأول للأوراق المالية المتداولة في أسواق المال، بينما عرض الباب الثاني لصناديق الإستثمار التي تشكلها شركات الإستثمار، وتتمثل ملكية المستثمر الذي يوحد مدخراته وإلى صندوق إستثمار في شهادة دالة على ملكيته لحصة محددة في مكونات الصندوق. وعادة ما يكون الصندوق على درجة عالية من التنويع؛ إذ يتضمن تشكيلة كبيرة من الأوراق المالية. لذا فإن حصة الملكية التي تتمثل في سهم شركة الإستثمار، لا بد وأن تنظوي على قدر من الخاطريقل عن ذلك الذي ينطوي عليه سهم أي شركة أخرى. وهكذا. لا يبدو أن هناك مشكلة تتعلق بالخاطر بالتسبة للمستثمرين الذين يوجهون مدخراتهم للإستثمارفي تلك الذي ينطوي

أما بالنسبة لأولئك الذين بوجهون مدخراتهم للاستثمار المباشر في الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات الأخرى. فإن قضية تنويع الإستثمارات تصبح لها الأولوية. وحتى يتاح للقارىء قدراً أكبر من العرفة في هذا الشأن. فقد آثرنا أن نركز في الفصل الخامس على كيفية تشكيل محفظة الإستثمار لمصرف تجاري. أما السبب فهو أن محفظة إستثمارات المصرف هي من الشمول، بحيث يمكن أن تكون مرشداً لكبار المستثمرين، والمؤسسات المالية الأخرى، بما فيها مستشارو الإستثمار الذين يبيعون خدماتهم للمستثمرين قليلي الخبرة والعرفة بأسواق رأس المال. أما بالنسبة لصغار المستثمرين الذين قد لا تناسبهم صناديق الإستثمار. فسوف نقدم لهم إستراتيجيات بديلة لتخفيض الخاطر، الإستثمار. فسوف نقدم لهم إستراتيجيات بديلة لتخفيض الخاطر،



الفعل الخاس إدارة محفظة المعرف التجاري

تتكون محفظة المصرف من مجموعة القروض ومجموعة الأوراق المالية التي استشمر فيها المصرف أمواله. ومثل عائد تلك الحفظة المصدر الرئيسي الذي يعتمد عليه المصرف لمواجهة الأعباء الأساسية. مثل سداد الفوائد المستحقة على الودائع. وإجراء توزيعات على المساهمين. وتنمية الأرباح المحتجزة لمواجهة التوسعات المستقبلة. لذا فمن المتوقع أن يكون للنجاح في إدارة محفظة المصرف آثار محمودة على قدرة المصرف على الإضطلاع بتلك الأعباء. وتقتضي الإدارة الجيدة لحفظة المصرف ضرورة تحديد أهدافها. على اعتبار أن الأهداف هي الإطار الذي تصاغ في ضوئها السياسات الاستثمارية للمحفظة. وبناءً عليه، سوف يعرض القسم الأول من هذا الفصل لأهداف المحفظة. نتبعه بالقسم الأثاني الذي يتناول السياسات التي قكمها.

ماميــة أمــداف المحفظــة :

تتمثل أهداف إدارة الخميطة في خمقيق أقمصى عبائد. وضمان تلبية حاجة المصرف للسيولة، وجنب التعرض لخاطر الإفلاس. ويضيف المؤلف هدفاً آخر يتمثل في عدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع كيار المودعين. غير أن الملاحظ وجود تعارض بين هدف خقيق أقصى عبائد وبين الأهداف الثلاثة الأخرى. في الوقت الذي يسعى فيه المصرف إلى خقيق هذه

الأهداف كاف.ة. وفي هذا الصدد تشير إلى أن الربحية (خمقيق أقصى عائد) والسيولة (جمنب العسر المالي) هما هدفان توأمان. ومع ذلك فهما متعارضان. فمن ناحية ينبغي أن تقوم إدارة المحفظة باستثمار الموارد المالية المتاحة بما يضمن خمقيق أقصى عائد. وبما يضمن أيضاً الإبقاء على قدر ملائم من الأموال السائلة التي تكفي لمواجهة الالتزامات. ومن هنا يبدو الهدفان توأمان بل وضروريان. غير أن الإستغلال الكفء للموارد المتاحة بما يحقق أقصى عائد. يقتضى استثمار الموارد المتاحة كافة بطريقة تمنع وجود أي أرصدة نقدية لا لزوم لها. فكل جنيه من تلك الأرصدة. ينبغي أن يستثمر إما في قروض أو في أوراق مالية أو في أي مجال استثماري آخر. غير أن قيام إدارة المصرف باستغلال الموارد المتاحة على هذا النحو. قد يعني تعرض المصرف بالمتاطر الفشيل في تلبية على هذا النحو. قد يعني تعرض المصرف بالتعارض بين الهدفين.

والشيء نفسه يمكن أن يقال عن العلاقة بين هدف الربحية وبين هدف جنب الإفلاس. فـمن ناحية ينبغي أن تقـوم إدارة المصرف باستثمار الموارد المتاحة في أوجه الإستثمار التي يتحقق من ورائها أكبر عائد مكن. كما أن عليها أن تتأكد من سلامة الاستثمار أي التأكد من إمكانية استرداد قيمة الأصل المستثمر. وهكذا, يبدو الهدفان توأمان. غير أن حقيق أكبر عائد مكن لن يأت إلا باستثمار الأموال في مجالات تنطوي على قدر كبير من المخاطر الأمر الذي قد يعرض قيمة الأصل المستثمر للضياع, وقد تفوق من الخاطر الأمر الذي حقوق الملكية الأمر الذي ينتهي بإعلان إفلاس قيمة الخصرف. وهكذا يبدو الهدفان متعارضين. والشيء نفسه يمكن أن يقال عن العلاقة بين هدف الربحية وهدف توثيق العلاقة مع كبار المودعين.

إن التعارض بين الأهداف على النحو السائف الذكر، يلقى الضوء على مدى أهمية الإدارة الحكيمة تخفظة المصرف. وتزداد تلك الأهمية إذا ما أدرك القارىء أن أهمية هذه الأهداف للمصارف التجارية. تفوق بكثير أهميتها لمنشآت الأعمال الأخرى.

السياسات التي حُكم إدارة الحفظة:

تتعلق السياسات في هذا الصدد بأمرين مهمين. هما: توزيع مخصصات الخفظة بين القروض والأوراق المالية، وتنويع مكونات الخفظة.

توزيع مخصصات الحفظة:

الأصل أن الإستثمار في الأوراق المالية هو نتيجة لعدم كفاية طلبات الإقتراض التي يتقدم بها العملاء. فلو أن هذه الطلبات غير محدودة لتوقعنا توجيه مخصصات محفظة المصرف كافة لتغطية تلك الطلبات، دون أن يتبقى شيء للإستثمار في الأوراق المالية (۱). بعبارة أكثر قديداً تؤدي الظروف الاقتصادية دوراً حاسماً في توزيع مخصصات الحفظة بين الاستثمار في القروض وبين الإستثمار في الأوراق المالية. ففي حالة الركود الاقتصادي ينخفض الطلب على القروض، رغم محاولة المصرف تخفيض معايير قبول طلبات الإقتراض. ورغم استعداده لتلبية طلبات اقستراض يتقدم بها أفراد أو منشآت ليس لهم ودائع لديه. وكنتيجة لهذا النقص في الطلب على القروض. يجد البنك نفسه

⁽١) لا يدخل في ذلك الإستثمار في الأوراق المالية لغرض الإحتياطي الثانوي. إذ إن الإستثمار فيها حتمى لأسباب تتعلق بالسيولة.

مضطراً إلى توجيه ما تبقى من مخصصات محفظة المصرف إلى الإستثمار في الأوراق المالية.

أما في حالة الرواج الاقتصادي وزيادة طلبات الإقتراض عن الموارد المالية المتاحة للعصرف. يصبح من المتوقع قيام المصرف برفع معايير قبول طلبات الاقتراض. واستبعاد الطلبات الحدية. وكذا الطلبات التي يتقدم بها عملاء من غير المودعين. ليس هذا فقظ بل قد يعمد المصرف إلى الحصول على معدل فائدة فعلي "Effective Rate" مرتفع على القروض وذلك برفع نسبة الرصيد المعوض. والعمل في الوقت نفسه على الحصول على أكبر قدر ممكن من الموارد المالية لزيادة مخصصات محفظة القروض. وذلك للإستفادة من هذه الظروف المواتية. وفي سعي المصرف لزيادة موارده المائية قد يجد من الصعب عليه تنمية مزيد من الودائع. إذ غالباً ما تكون المنافسة شديدة بين المصارف خاصة في مثل هذه الفترات.

كذلك قد لا تسمح الظروف بتنمية الموارد من خلال إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل (مثل شهادات الإيداع القابلة للتداول) أو أوراق مالية طويلة الأجل (مثل الأسهم والسندات). ذلك أنه في حالة الرواج تكون أسعار الفائدة مرتفعة. يضاف إلى ذلك أن وقتاً طويلاً سوف يمضي قبل أن يستطيع المصرف إصدار ثلك الأوراق وتسويقها، وبخاصة إذا كانت من النوع طويل الأجل.

وفي ظل هذه القيود يجد المصرف نفسه في مواجهة قرار تصفية محفظة الأوراق المالية، لاستخدام حصيلتها في تمويل الطلب المتزايد

على القروض. وهو قرار يتوقع أن يترتب عليه تكبد المصرف خسسائر رأسمالية. نتيجة لأنخفاض القيمة السوقية للأوراق المعروضة للبيع. بسبب ارتفاع معدلات الفائدة في السوق. وعادة ما تكون الخسائر محدودة في بداية قرار التصفية. إذ من المتوقع أن يبدأ للصرف أولاً بتصفية الأوراق المالية قصيرة الأجل. وبمجرد البدء في تصفية الأوراق المالية طويلة الأجل تأخذ الخسائر الرأسمالية في الزيادة (1)

وعلى الرغم من تلك الخسائر يتوقع أن يستمر المصرف في تصفيه مكونات محفظة الأوراق الماليه دلك أن العائد من إعادة إستثمار حصيلة نلك الاوراق في قروض. بيوفع ان يريد عن الخسائر الرأسمالية التي مبي بها. ودلك لعدة أسيباب أولها أن المصرف يستطيع حُقيق معدل عائد مرنفع على الأموال الني يقرصها. فإذا ما كان المقترض منشأة أعمال في ممكن للمصرف أن يفرض عليها شرط الرصيد المعوض. وبخاصة في الفترات أي فترات الرواج التي يقل فيها المعروض من النفود ومن المتوقع أن ينزنب على ذلك الشيرط خُفيق المصرف لمحدل فأئدة فعلي مرنفع قد يكفي لتعويضه عن الخسائر الناجمة عن تصفية محفظة الأوراق المالية. يكفي لتعويضه عن الخسائر الناجمة عن تصفية محفظة الأوراق المالية. فلو أن قيمة القرض ١٠٠ ألف جنيه وقيمة الرصيد المعوض ١٠ ألف جنيه ومعدل الفائدة الأسيمي على القرض ١٥٪. فإن معدل الفائدة الفعلي يصبح ١٥٠/١٪ (١٠٠٠٠ - ١٠٠٠٠). أما إذا كان المقترض أحد يومي أيضاً إلى خَقيق معدل فائدة فعلي مرتفع على القيرض فإذا ما

⁽۱) في فترات الرواج عندما تكون أسعار الفائدة في ارتفاع. يكون انخفاض القيمة السوقية للأوراق المائية (الخسائر الرأسمائية) طويلة الأجل كبير بالمقارنة بالأوراق المائية قصيرة الأجل. وعكن للقارىء أن يرجع في ذلك إلى كتاب البنوك التجارية. مدخل اتخاذ القرارات للمؤلف.

حصل العميل على قرض قدره ١٢٠٠ جنيه لمدة عام. يسدد على أقسط شهرية متساوية في مقابل فائدة قدرها ٩٠ جنيهاً. فإن معدل الفائدة الأسمي يصبح ٥,٧٪ (٩٠ ÷ ١٢٠٠) أما معدل الفائدة الفعلي فيصل إلى ١٣٥٨٪ (٩٠ ÷ ١٥٠). فالعميل يدفع فوائد قدرها ٩٠ جنيهاً على قرض يبلغ متوسطه خلال السنة ١٥٠ جنيهاً (٣).

 $10 \cdot = 15 \div VA \cdot \cdot = 1 \cdot \cdot + \cdots + 11 \cdot \cdot + 15 \cdot \cdot$

أما السبب الثاني الذي يشجع للصرف على قبول خسائر رأسمالية نتيجة لتصفية جزء من محفظة الأوراق المالية. هو أن الخسائر الرأسمالية لا يتحملها المصرف بالكامسل، نظراً لأنها تعد من البنود التي تخصم من الإيرادات قبل خصم الضريبة. مما يعني حقيق المصرف لوفورات ضريبة تقدر بقيمة الخسائر مضروبة في معدل الضريبة. يضاف إلى ذلك سبب ثالث هو أن المصرف لا يمكنه التخلي عن عملائه في وقت الشدة (1). وإلا كان لذلك آثار عكسية على الربحية في المدى الطويل.

ولعل القارىء يتساءل عن موقف المصرف إذا ما أصبحت الخسائر الرأسمالية من تصفية محفظة الأوراق المائية كبيرة. بحيث لا يمكن تغطيتها من العائد المباشر وغير المباشر الحالي والمستقبل الذي يمكن أن يتولد عن القروض (۵) الرد على ذلك يتمثل في توقف المصرف عن تصفية ما تبقى لديه من أوراق مالية..

 ⁽٣) للمزيد عن الرصد المعوض. وسداد القرض على أقساط، يمكن الرجوع إلى كتاب إدارة البنوك التجارية: مدخل إتخاذ القرارات، للمؤلف.

⁽٤) في فشرات الرواج يـزداد الطلب على النقـود ويقل حـجم للعروض منهـا. وهو مـا يمثل مشكلة لنشآت الأعمال.

⁽۵) من الأمثلة على العائد غير الباشر الذي يحققه البنك من وراء إستثمار أرصدة الودائع للعميل.

مرة أخرى قد يتساءل القارئ – ويكون تساؤله في محله – عما إذا كان من المكن للمصرف رفع معدل الفوائد على القروض. بشكل يمكن معه استيعاب الخسائر الرأسمالية الكبيرة الناجمة عن تصفية المزيد من الأوراق المالية. الرد على هذا التساؤل هو بالإيجاب. غير أن هناك قبوداً على المدى الذي يمكن أن يذهب المصرف إليه في هذا الشأن. فقدرة المصرف على رفع معدلات الفائدة على القروض محكوم بالحد الأقصى على الفوائد. الذي عادة ما يحدده المصرف المركزي لحماية المقترضين من الأفراد. وبالنسبة للمقترضين من غير الأفراد نجد أن البنك محكوم في ذلك بمعدلات الفائدة التي يعرضها المنافسون من مصارف ومؤسسات دلك بمعدلات الفائدة التي يعرضها المنافسون من مصارف ومؤسسات مالية أخرى.

والآن، وبعد دراسة العوامل المؤثرة في توزيع مخصصات محفظة المصرف بين القروض وبين الأوراق المالية، كيف يتم صياغة سياسات المصرف بين القروض وبين الأوراق المالية، كيف يتم صياغة سياسة المصرف بشأن توزيع مخصصات المحفظة؛ من المتوقع أن تصاغ السياسة بيشيء من العمومية، إذ قد يكتفي بالنص على أن تصفية الأوراق المالية في حالات الرواج – ينبغي أن تتوقف عند النقطة التي تفوق فيها الخسائر الرأسمالية من بيع الأوراق المالية العائد المتوقع من الإستثمار في القروض التي توجه لها حصيلة تصفية تلك الأوراق. أما في حالة الركود وما يصحبه من انخفاض في الطلب على القروض، فينبغي أن تنص السياسة على توجيه الموارد المالية المتبقية من مخصصات محفظة السياسة على الإستثمار في الأوراق المالية.

تنويع مكونات الحفظة:

يقصد بالتنويع "Diversification" قرار المصرف الخاص بتشكيلة أو توليفة الإستثمارات التي تتكون منها المحفظة (سواء محفظة القروض أو محفظة الأوراق المالية). ومن شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة الخاطر التي بتعرض لها عائد الحفظة. دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد. هذا وتوجد أسس مختلفة للتشكيل أو التنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار. وتنويع تواريخ الإستحفاق. وفي تناولنا لسياسة التنويع سوف نعرض لها أولاً من وجهة نظر محفظة الأوراق المالية. ثم من وجهة نظر محفظة القروض.

أولاً: تنويع جهة الإصدار:

يقصد بتنويع جهة الإصدار عدم توجيه مخصصات الحفظة إلى أوراق مالية تصدرها منشأة واحدة, بل ينبغي تنويع جهة إصدار تلك الأوراق. وثمة أسلوبان شائعان في هذا الصدد. هما : اسلوب التنويع أو التشكيل الساذج, واسلوب ماركوتز.

١) التنويع الساذج:

يق وم السلوب التنويع السائج "Naive Diversification" أ السلوب التنويع البسيط على فكرة أساسية هي أنه كلما زاد تنويع الإستثمارات التي تضمها المحفظة، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها. فمحفظة الأوراق المالية التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات، يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من سندات أصدرتها مؤسستان. والحفظة التي تتكون من سندات أصدرتها أربع مؤسسات تعد أفضل (من وجهة نظر الخاطر) من الحفظة التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات وهكذا. ويكن التعبير عن أسلوب التنويع السانج بالحكمة التي تقول: لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة Not putting all the eggs in .one basket, or spreading the risks"

وفي مجال صناعة الصارف قد يأخذ التنويع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ الستثمرة في إصدار واحد كان بقرر المصرف مثلاً ألا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن ٥٪ من حقوق اللكية أو من مجموع مخصصات الحفظة. وذلك كوسيلة لعدم تركيز موارد المصرف في عدد محدود من الإستثمارات. وفي هذا الصدد تشير الدراسة الشهيرة التي قام بها إفانز وآرشر. إلى أن أسلوب التنويع الساذج يضمن التخلص من الجانب الأكبر من الخاطر ذات الصبغة الخاصة أي الخاطر غير المنظمة "Unsystematic" وذلك أذا ما اشتمالت المحفظة على استثمارات مختارة عشوائياً يتراوح عددها بين ١٠ إلى ١٥ نوعاً من الإستثمارات. على أن يؤخذ في الحسبان عدم المغالاة في تنويع مكونات المحفظة، لما لذلك من آثار عكسية أهمها؛

(أ) صعوبة إدارة المحفظة: تقتضي إدارة المحفظة التحليل المستمر للمركز المالي للمنشآت المصدرة للأوراق المالية التي تتضمنها. وعندما تتكون المحفظة من استثمارات أصدرتها منشآت عديدة، تزداد صعوبة إدارتها كما تصبح أكثر تكلفة.

- (ب) تكلفة عالية للبحث عن استثمارات جديدة: كلما مالت سياسة المصرف إلى المغالاة في تنويع مكونات المحفظة، زادت تكاليف البحث عن استثمارات جديدة لضمها إلى المحفظة.
- (ج) إتخاذ قرارات إستثمارية غير سليمة: قد يسرتب على المغالاة في التنويع قيام المصرف بالإستثمار في أوراق مالية يتولد عنها عائد لا يتلاءم مع الخاطر التي تنظوي عليها. فكلما زاد عدد الإصدارات التي ينبغي أن تضم إلى الخفظة، تضاءلت فرص الإستثمار في أوراق مالية جيدة.
- (د) إرتفاع متوسط تكاليف الشراء: يترتب على الغالاة في التنويع ارتفاع في تكاليف شراء الإستثمارات. فالغالاة في التنويع تعني شراء كميات صغيرة من كل إصدار وهذا يؤدي بدوره إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسرة.

۲) تنویع مارکوتز:

على عكس أسلوب التنويع الساذج الذي يقضي باختيار الإستثمارات الكونة للمحفظة عشوائياً، بحد أن أسلوب ماركونز "Markowitz Diversification" يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الإستثمارات، وذلك بمراعاة درجة الإرتباط (معامل الإرتباط) بين العوائد المتولدة عنها. فعندما تكون هناك علاقة طرية بين عوائد الإستثمارات التي تتكون منها الخفظة فإن الخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر، مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (أي لا

يوجِد بينها عِلاقة) أو توجد بينها علاقة عكسية.

ولما كان معامل الإرتباط موجباً أو ساتباً. كما أنه يتراوح بين +1.

-1 فلقد استنتج ماركوتز أنه كلما انخفض معامل الإرتباط بين عوائد الإستثمارات الفردية. انخفضت الخاطر التي يتعرض لها عائد الخفظة. يضاف إلى ذلك أن هذا الأسلوب في التنويع قد ينجح ليس فقط في التخلص من الخاطر الخاصة. بل والتخلص من جزء من الخاطر العامة.

ولإلقاء مزيد من الضوء على مدى أهمية طبيعة معمل الإرتباط وحجمه، في غديد حجم الخاطر التي يتعرض لها عائد الخفظة، سنفترض قيام أحد المصارف باستشمار الموارد المالية الخصصة نحفظة الأوراق المالية في نوعين من السندات، هما: الخصصة نحفظة الأوراق المالية في نوعين من السندات، وسندات احدى المنشآت العاملة في نسويق الآلات الزراعية. فإذا قامت الدولة بتقديم بعض التيسيرات للمنشآت العاملة في مجال الدولة بتقديم بعض التيسيرات للمنشآت العاملة في الرقعة الزراعية، فمن المتوقع أن يتحسن مركز سندات تلك المنشأة في الزراعية، فمن المتوقع أن يتحسن مركز سندات تلك المنشأة في السوق، الأمر الذي يحقق للمستثمرين فيها (ومن بينهم المصرف المذكور) أرباحاً رأسمالية. وإذا ما ازدهر نشاط إصلاح الأراضي فمن المتوقع أن يتحسن أيضاً نشاط المنشآت العاملة في مجال تسويق المتوقع أن يتحسن أيضاً نشاط المندات التي أصدرتها مما الآلات الزراعية، وبالتالي ترتفع أسعار السندات التي أصدرتها مما الآلات الزراعية، وبالتالي ترتفع أسعار السندات التي أصدرتها مما

العكس، إذا ما أصاب نشاط إصلاح الأراضي بعض الكساد. حينئذ يتوقع أن تنخفض القيمة السوقية لسندات المنشآت العاملة في ذلك النشاط. كما يتوقع أن تنخفض أيضاً القيمة السوقية لسندات شركات تسويق الآلات الزراعية.

وطالما أن التغير في العائد المتولد عن النوع الأول من السندات تبعه تغير في نفس الإنجاه في العائد المتولد عن النوع الثاني. فإنه يمكن القول بأن هناك إرتباطاً كاملاً مبوجباً (معامل الإرتباط=١) بين عائديهما. والآن منا هي درجة الخناطر التي يتعرض لها عنائد الحفظة المذكورة؟ تقناس درجة الخناطر التي يتعرض لهنا عنائد المحفظة بمقتضى المعادلة ٥-١.

(1-4)
$$\frac{11}{12} \frac{10}{10} \frac{10}{10} \frac{10}{10} \frac{10}{10} \frac{10}{10} \frac{10}{10} \frac{10}{10} \frac{10}{10} = 0$$

وحيث أنه في حالة الارتباط الكامل تكنون ط= ١. لذا بنوقع أن تصبح المعادلة المذكورة في الصورة التالية (١)؛

$$(1-a) \qquad \qquad \boxed{ \begin{bmatrix} \sigma & \sigma & \sigma & \sigma \\ \sigma & \sigma & \sigma \\ \sigma & \sigma & \sigma \end{bmatrix} = \sigma$$

وهذا يعني أنه عندما يكون معاملُ الإرتباط بين عائد

⁽¹⁾ للمزيد مكن الرجوع في ذلك إلى كتاب إدارة البنوك التجارية: مدخل إتخاذ القرارات, للمؤلف.

الإستشمارات كاملاً موجباً. فإن الخاطر التي يتعرض لها عائد الخصفظة يساوي المتسوسط الحسسابي المرجح بالأوزان لخططر الإستشمارات الفردية المكونة لتلك الحفظة. فإذا افترضنا أن الوزن النسبي لسندات منشأة الإصلاح الزراعي داخل الحفظة تساوي لا والإنحراف المعياري لها ٣٪. وأن الوزن النسبي منشأة تسويق الآلات الزراعية يساوي ٦ والإنحراف المعياري لها ٤٪. فإنه يمكن إيجاد الإنحراف المعياري للعائد المتولد عن الحفظة التي تتكون فقط من الإنحراف المعياري للعائد المتولد عن الحفظة التي تتكون فقط من الاستثمارين على النحو التالى:

$$X = 3c \times X + 1c \times 3 = 17 \cdot c = 17 \cdot c = 17 \cdot c$$

والآن. سنعرض خالة ثانية لا توجيد فيها عبلاقة بين عوائد الإستشمارات المكونة تحفظة الأوراق المالية. أي أن معامل الإرتباط (ط) بين عوائد تلك الإستثمارات يساوي صفر.

مثل هذا الموقف يعني أن التغير في عائد أحد الإستشمارات لا يتبعه تغير في عائد أي من الإستشمارات الأخرى.مثال ذلك قيام البنك باستثمار مخصصات محفظة الأوراق المالية في سندات منشأتين: إحداهما تعمل في نشاط الغزل والنسيج والأخرى تعمل في مجال الإصلاح الزراعي. هنا لا يتوقع أن يزدهر نشاط النشأة العاملة في مجال الغزل والنسيج، نتيجة للإجراءات الحكومية المتعلقة بتشجيع التوسع الأفقي في الرقعة الزراعية. بعبارة أخرى لن يتبع ارتفاع أسعار سندات منشأة إصلاح الأراضي

ارتفاع أسعار سندات المنشاة العاملة في نشاط الغزل والنسيج. ومن ثم تظهر المعادلة ٥-١ على النحو التالي:

وإذا مــا افـتــرضنا أن وزن سندات منـشـأة الغــزل والنســيج
والإنحـراف العيـاري للعائد التـولد عنها هو ٤ر ٣ ٪ على التـوالي
(وهو يساوي تمامـاً وزن سندات منشآت تسويق الآلات الزراعيــة والإنحراف
المعيــاري لها) فإنه يمـكن إيجاد الإنحراف العــياري للمحـفظة وذلك على
النحو التالي:

$$\frac{\Gamma(\cdot,\cdot,t)}{\Gamma(\cdot,t)} + \frac{\Gamma(\cdot,t)}{\Gamma(\cdot,t)} = \sigma$$

$$\frac{\Gamma(\cdot,\cdot,t)}{\Gamma(\cdot,t)} + \frac{\Gamma(\cdot,t)}{\Gamma(\cdot,t)} = \sigma$$

وكما يبدو فإن الإنحراف المعياري لعائد هذه الخفظة أقل من الإنحراف المعياري لعائد الخفظة السابقة. وهذا يعني أنه عندما يكون معامل الإرتباط بين عوائد الإستثمارات يساوي صفراً, فإن الخاطر التي ينطوي عليها عائد الخفظة سوف تنخفض عن الخاطر التي ينطوي عليها عائد محفظة أخرى مماثلة لها, من حيث الأوزان النسبية وحجم مخاطر الإستثمارات الفردية المكونة لها. إلا أن معامل الإرتباط بين تلك الإستثمارات الفردية موجب كامل.

وأخيراً. نعرض لموقف آخر يكون فيه معامل الإرتباط بين عائد

الإستثمارين كامل سالب، معنى أن الإنخفاض في العائد المتولد عن أحدهما يصحبه ارتفاع في العائد المتولد عن الإستشمار الآخر، دعنا نفترض أن محفظة الأوراق المالية للمصرف المذكور تتكون من نوعين من السندات. هما: سندات إحدى النشبآت القائمة على تسويق اللحوم البيضاء وسندات أخرى للمنشآت القائمة على تسبويق اللحبوم الحبمبراء. في ظل هذه البطروف يمكن للقباريء أن يتوقع أن الكساد الذي قد يصاحب تسويق اللحوم الحمراء وما يتبعه من انخفاض في القيمة السوقية لسندات المنشآت العاملة في ذلك النشاط، سوف يصحبه رواج في الطلب على اللحوم البيضاء ما يترتب عليه ارتضاع في القيمة السوقية لسندات المنشآت العاملة في ذلك النشاط. بعبارة أكثر حديداً سوف يصحب الخسائر الرأسمالية التى حققها المصرف نتيجة لانخفاض القيمة السوقية لسندات النشأة القائمة على تسويق اللحوم الحمراء أرباح رأسمالية نتيجة لارتفاع القيمة السوقية لسندات النشآت العاملة في نشاط اللحوم البيضاء. مثل هذا الموقف يعنى أن معامل الإرتباط بين عائد الإستثمارين كامل سالب، أي أن معامل الإرتباط (ط) يساوي - ١٠ وإذا كان الأمر كذلك فإن المعادلة ٥-١ سوف تأخذ الصورة التالية:

أي أنه في حالة الإرتباط الكامل السالب (ط=-1) بين عائد الإستثمارات المكونة للمحفظة (على فرض أنها تتكون من إستثمارين فقط) فإن مخاطر المحفظة سوف تعادل الإنحراف المعياري لأحد الإستثمارات مضروباً في وزنه. مطروحاً منه الإنحراف المعياري للإستثمار الآخر مضروباً في وزنه. أي أن الإنحراف المعياري للمحفظة سوف ينخفض عن الإنحراف المعياري لأكثر الإستثمارات الفردية المحفظة - تعرضاً للمخاطر كما ستنخفض عن مخاطر محفظة أخرى مماثلة لها تماماً إلا أن معامل الإرتباط بين عوائد إستثماراتها بساوي الواحد الصحيح معامل موجب) أو يساوي صفراً (لا يوجد إرتباط).

وللتحقق من ذلك الإستنتاج. سنفترض أن الأوزان والإنحرافات المعيارية للإستثمارات المكونة للمحفظة التي تتكون من سندات كل من منشأة تسويق اللحوم البيضاء ومنشأة تسويق اللحوم الجمراء. تعادل تماماً الأوزان والإنحرافات المعيارية للإستثمارات المكونة للمحفظة التي تضم سندات منشأة الإصلاح الزراعي. وسندات منشأة الغزل والنسيج. والآن سنقوم بحساب الإنحراف المعياري لعائد الخفظة المذكورة في ظل معامل إرتباط كامل سالب.

$$\chi_{1} = \chi_{1} \cdot \chi_{2} = -\chi_{1} \cdot \chi_{2}$$

أي أن الخاطر التي تنطوي عليها هذه الحفظة تقل عن الخاطرُ التي تنطوي عليها أي من الحفظتين السابقتين. مع ملاحظة أن الإشارة السالبة للإنحراف العياري لا تعني شيئاً, إذ إن الأمر لا يخرج عن كونه نتيجة لترتيب الإستثمارات داخل المعادلة ٥-٤. فلو أننا وضعنا بيانات الإستثمار الثاني محل بيانات الإستثمار الأول لكان النافج موجباً. لذا, ينبغي قاهل الإشارة التي يسفر عنها تطبيق المعادلة المذكورة.

والأن. سنضع النتائج التي أسفر عنها التحليل السابق في جدول ١-٥. الذي يكشف بوضوح عن العلاقة بين معامل الإرتباط وبين مستوى الخاطر التي تقاس بالإنحراف المعياري.

جـــدول 4-1 مخاطر الحفظة في ظل فروض مختلفة بشأن معامل الإرتباط

1	صفر	1	معامل الإرتباط
۱۴۰ر۰	٧٧٠ د٠	٢٣٠ ر	الإنحراف المعياري

يشير جدول ١-٥ إلى أن مخاطر محفظة المصرف تتناسب طردياً مع معامل الإرتباط بين عوائد إستثماراتها. فكلما ارتفع معامل الإرتباط ارتفعت الخاطر التي ينطوي عليها عائد الحفظة. فعندما كان معامل الإرتباط + ١ كان الإنحراف المعياري ٢٦٠٠٠. وعندما كان معامل الإرتباط يساوي صفراً كان الإنحراف المعبار ١٠٠٢٠٠ وأخيراً. أصبح الإنحراف المعياري ٢٠٠١٠ عندما كان معامل الإرتباط - ١.

تؤكد النتائج المشار إليها ضرورة مراعاة الدقة في اختيار الإستنمارات الني توجه إليها موارد المصرف. إذ يبدو أن أفضل الإستثمار مقترح، هو ذلك الإستثمار الذي يكون معامل الإرتباط بين العائد المتوقع من ورائه، وبين معدل العائد المتوقع من الإستثمارات القائمة بالفعل إرتباطاً سالباً. ويفضل بالطبع أن يكون الإرتباط السالب كاملاً أي يساوي -1. ثم يأتي في المرتبة الثانية الإقتراح الإستثماري الذي لا يوجد بين عائده المتوقع وبين العائد المتوقع من الإستثمارات القائمة أي إرتباط (معامل الإرتباط يساوي صفراً). وأخيراً. يأتي الإستثمار المقترح الذي يكون الإرتباط بين العائد المتافد المتوقع من ورائه وبين العائد المتوقع من الإستثمارات القائمة إرتباطاً موجباً، ويفضل أن يكون هذا الإرتباط الموجب غير كامل.

بعبارة أخرى. ينبغي أن تتكون محفظة المصرف من تشكيلة من الإستثمارات الفردية تختار بطريقة واعية، لا يقتصر فيها الاهتمام على حجم الخاطر لكل استثمار على حده، بل يمتد الاهتمام إلى طبيعة ومدى الإرتباط بين العوائد المتولدة عن الإستثمارات الفردية المكونة لها. فقد بجد في بعض الأحيان اقتراحين استثمارين يتفاونان من حيث الخاطر لكل منهما. غير أن قبول الإستثمار ذات الخاطر الأكبر قد يؤدي إلى تخفيض الخاطر الكلية للمحفظة (إذا كان معامل الإرتباط مع الإستثمارات القائمة سالباً). بينما يترتب على قبول الإستثمار ذات الخاطر الأقل زيادة في الخاطر الكلية للمحفظة (إذا كان معامل الإرتباط مع الإستثمارات القائمة موجباً). فالعبرة ليست بحجم الخاطر التي

ينطوي عليها الإستثمار بل العبرة بأثر الإستثمار على الخاطر الكلية للمحفظة. والتي تتوقف بدورها على معامل الإرتباط بين عائد الإستثمار المقترح وبين عائد الإستشمارات التي تضمها الخفظة بالفعل.

ولإلقاء الضوء على أهمية الإرتباط بين عائد الإستثمارات المقترحة وبين عائد الإستثمارات التي تضمها الحفظة بالفعل، سنفترض جدلاً أن محفظة أحد المصارف تتكون من إستثمار واحد هو س. وتبحث إدارة المصارف المذكور في إضافة إستثمار آخب وأمامها فرصة الماضلة بين إصدارين من السندات هما ص. ع. ويوضع جدول ١-١ معدل العائد المتوقع من وراء الإستثمار القائم س. والإستثمار الحتمل (ص أو ع) في الخمس سنوات القادمة. علماً بأن قبعة الإستثمارات الثلاثة س. ض. ع متساوية. أي أن أوزانها النسبية متساوية.

جدول ٢-٥ عوائد الإستثمارات الثلاثة

3	ص .	w	الســــــــــــــــــــــــــــــــــــ
۸ .	17	٨)
1.	15	١.	
15	15	15	٠ ٣
1 2	1.	1.15	<u>.</u>
17	٨	11 .	۵
15	15	. 11.	متوسط العائد

إذا قمنا بإيجاد القيمة المتوقعة (المتوسط الحسابي في هذه الحالة) لمعدل العائد من وراء كل استثمار من الإستثمارات الثلاثة لوجدناه يساوي ١ (٪. وإذا قمنا بحساب الإنحراف المعياري للعائد لوجدناه يساوي ٨ (١٪ لكل منهم. وكما أشرنا فان س تمثل الإستثمارات القائمة بالفعل أما ص. ع فهما إستثماران مقترحان ولكن هل هما بديلان متماثلان؟ الإجابة طبعاً بالنفي حقاً إنهما متماثلين من حيث القيمة المتوقعة لمعدل العائد. كما أن كل منهما ينظوي على القدر نفسه من الخاطر ولكر هذا لا يكفي كأساس للمفاضلة بينهما. ذلك أن الحكم على جاذبية الإستثمار تتوقف على تأثيره على الخاطر الكلية لحفظة السك

بعبارة أخرى. يتوقف القرار النهائي على طبيعة الإرتباط ومداه بين معدل العائد المتوقع على الإستثمار القائم بالفعل (س) وبين معدل العائد المتوقع لكل من الاقتراضين الإستثماريي المسار إليهما (ص.ع). وبتأمل جدول ١-١ بجد أن معامل الإرنباط بين معدل العائد على الإستثمار س وبين معدل العائد على الإستثمار ص هو معامل كامل وسالب. وذلك طالما أن العائد المتوقع من كل إستثمار يسير في الجاه عكسي لعائد الإستثمار الآخر. أما معامل الإرتباط بين معدل العائد على الإستثمار س وبين معدل العائد على الإستثمار عفهو معامل كامل وموجب. وذلك طالما أن معدل العائد على الإستثمار ع فهو معامل كامل وموجب. وذلك طالما أن معدل العائد الهما يسير في الإنجاه نفسه (٧).

⁽٧) معامل الإرتباط الكامل الموجب لا يقتضي أن يكون معدل العائد متماثلاً كما هو الحال بالنسبة للإستثمار س والإستثمارع. فالإرتباط الكامل الموجب يتحقق عندما يسير معدل العائد للإستثمارين في الإنجاه نفسه، بصرف النظر عن التباين في حجم ذلك العدل.

إن إدراك طبيعة الإرتباط بين العوائد المتوقعة للإستثمارات الثلاثة على النحو المشار إليه. يعني ضرورة قبول الإستثمار ص ورفض الإستثمار "ع". فقبول الإستثمار "ع" رغم أنه يتساوى في كل من الخاطر والعائد مع الإستثمار "ص" يعد خطأ جسيماً ينبغي تداركه. ومكن بالطبع إثبات ذلك.

سبق أن افترضنا أن قيمة الإستثمارات الثلاثة متساوية، ومعنى ذلك أن الوزن النسبي للإستثمار س داخل التوليفة س ص يساوي مرب وبالتالي فإن الوزن النسبي للإستثمار ص داخل التوليفة بفسها يساوي أيضاً ٥ر٠.

وهكذا بالنسبة للإستثمارات الكونة للتوليفة سع. والأن سنقوم بحساب القيمة المتوقعة لعائد الحفظة وأيضاً درجة الخاطر التي يتعرض لها ذلك العائد.

القمية المتوقعة لعائد التوليفة (س ص) = 0.0 \times 11 + 0.0 + 11 = 11 \times القيمة المتوقعة لعائد التوليفة (س ع) = 0.0 \times 11 + 0.0 + 11 = 11 \times

أما بالنسبة للمخاطر فإن حسابها يتوقف على معامل الإرتباط بين عبوائد الإستثمارات المكونة للمحفظة. ولما كان معامل الإرتباط بين عائد الإستثمارين س، ص سائباً وكاملاً فإذه ينبغي استخدام المعادلة ٥-٣.

صفر (س ص) = ۱٫۵ x ۰٫۵ – ۲٫۸ x ۰٫۵ = صفر

أما بالنسبة للمحفظة التي تتكون من الإستثمارين ص. ع فإن معامل الإرتباط بين عوائدهما موجب كامل. ومن ثم ينبغي استخدام للعادلة ١-٥

تشير النتائج السابقة إلى أن القيمة المتوقعة للعائد على الإستثمار في المحفظتين متساو (11% لكل منها). أما بالنسبة للمخاطر فيلاحظ أن المحفظة التي تتكون من الإستثمارين س. صلا لا تتعرض نخاطر على الاطلاق إذ بلغ الإنحراف المعياري لعائدها صفراً. أما بالنسبة للمحفظة التي تتكون من الإستثمارين س.ع فلقد بلغ الإنحراف المعياري للعائد المتولد عنهما ١٨٦٪. بعبارة أخرى، يترتب على قرار قبول التوليفة س ص ورفض التوليفة سلام عند الخفظة، دون أن يكون لذلك أثر عكسي على العائد ذاته. مثل هذا القرار يتوقع أن يؤدي إلى تعظيم ثروة مالكي المصرف.

تأثيــر الأوزان:

سبق أن ذكرنا أن مخاطر العائد المتولد على محفظة المصرف لا يعتمد فقط على مخاطر الإستثمارات الفردية المكونة لها، بل ويعتمد أيضاً على معامل الإرتباط بين عائد تلك الإستثمارات. ويمكن أن نستنتج من العبارة السابقة النقاط الآتية:

- ا مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها. إذا اختلف معامل الإرتباط بين عائد الإستثمارات القائمة وبين عائد الإستثمارات المقترحة. يفضل إختيار الإقتراحات التي يكون معامل إرتباط عائدها مع عائد الإستثمار القائم أقل ما يمكن.
- أ) مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها, إذا تساوى معامل الإرتباط بين عائد الإستثمارات القائمة وبين عائد الإستثمارات المقترحة. يفضل إختيار الإقتراحات التي يكون الإنحراف العياري للعائد المتولد عنها أقل ما يمكن.

ويمكن للقارىء التحقق من هذين الإستنتاجين وذلك بتأمل المعادلة المذكورة قد ينبه القارىء إلى متغير آخر يؤدي دوراً في عديد مخاطر المحفظة، ويتمثل هذا المتغير في وزن (قيمة و) الإستثمارات المكونة لها، أي كيفية توزيع الخصصات المالية للمحفظة على الإستثمارات الفردية، فكون معامل الإرتباط بين عائد الإستثمارات الفردية كاملاً وسالباً، لا يعني في جميع الأحوال تخفيض مخاطر عائد المحفظة إلى أدنى حد، إذ يتوقف الأمر على الأوزان النسبية للإستثمارات الفردية التى تتكون منها المحفظة.

ولتوضيح الفكرة سنفترض جدلاً أن محفظة مصرف ما تتضمن إستثماراً واحداً هو "ك". إذ يبلغ معدل العائد السنوي لهذا الإستثمار ٥٪ وإنحرافه المعياري ٤٪. وتفكر إدارة المصرف في إضافة إستثمار آخر هو ى إذ يبلغ معدل عائده المتوقع ٨٪ وإنحرافه المعياري ١٠٪. والآن سوف نقوم

بتقدير الخاطر التي تنطوي عليها الحفظة. بعد إضافة الإستثمار المقترح. وذلك في ظل ثلاثة إفتراضات هي أن معامل الإرتباط بين الإستثمارين هو + 1. صفر - 1 . كما سنفترض وجود ثلاثة بدائل لتوزيع مخصصات الحفظة بين الإستثمارين المذكورين هي: ٧٥٪ للإستثمار ك ١٥٪ للإستثمار ك ١٥٪ للإستثمار ك ٥٠٪ للإستثمار ي ٠٥٪ لكل من الإستثمارين. وأخيراً ١٥٪ للإستثمار ك ١٥٪ للإستثماري وإذا ما قمنا بإيجاد معدل العائد وكذا الإنحراف المعياري للمحفظة. في ظل الفروض الخاصة بمعامل الإرتباط وفي ظل الفروض الخاصة بتوزيع مخصصات الحفظة. فإننا نحصل على النتائج الموضحة في جدول ١٠٥٪ التي يمكن للقارئ الوصول منها إلى الإستنتاجات

جدول 4-7 معدل العائد والإنحراف المعياري في ظل فروض مختلفة

ط=صفر ط=-۱		ط=+1		النسبة الثوية لقيمة الإستثمار داخل التشكيلة		رقم التشكيلة		
σ	العائد	σ	العائد	σ	العائد	الإستثماري	الإستثمار ك	
·,a 7,· 1,a	0,V0 1,0 · V,F0	r,q 0,V V,1	0,V0 1,0- V,f0	۵,۵ ۷,۰ ۸,۵	0,V0 1,0 ·	50 0. Vo	۷۵ ۵۰ ۲۵	I F
						·		

- اعند أي تشكيلة من التشكيلات الثلاث الموضحة بالجدول. تكون الخاطر التي تنطوي عليها الحفظ عنا حدها الأدنى. عندما يكون معامل الإرتباط بين عائد الإست تصارات القائمة وبين عائد الإستثمارات المقترحة سالباً وكاملاً، وفي حدها الأقصى عندما يكون معامل الإرتباط بينهما موجباً وكاملاً. أما عندما يكون معامل الإرتباط بساوي صفراً. فإن مخاطر عائد المحفظة تقع بين الحدين المشار إليهما.
- ا يؤثر الوزن النسبي للإستثمارات الفردية داخل الحفظة على درجة الخاطر التي يتعرض لها عائدها. فتباين أوزان الإستثمارات داخل التشكيلة قد يجعل مخاطر محفظة تشتمل على إستثمارات ترتبط مع بعضها إرتباطاً موجباً وكاملاً. أقل من الخاطر لحفظة أخرى ترتبط إستثماراتها إرتباطاً سالباً وكاملاً.
- ابتأثر العائد المتولد عن المحفظة بالأوزان النسبية للإستثمارات. الفردية, ولكنه لا يتأثر بمعامل الإرتباط بين تلك الإستثمارات. فيعند كل تشكيلة يكون معدل العائد على الإستثمار في الحفظة ثابتاً مهما كان معامل الإرتباط. وهذا يعني أنه يمكن للبنك بالإختيار الجيد للتشكيلة المكونة للمحفظة أن يخفض الخاطر التي تتعرض لها المحفظة, دون التضحية بالعائد.

وأخيراً. نود أن نشير إلى نقطة لا تظهر بوضوح في الجدول ٣-٥. وهي أن الخاطر التي يستعرض لها عائد الخفيظة تتوقف أيضاً على الخاطر التي يتعرض لها العائد المتولد عن الإستشمارات الفردية. ويمكن للقارىء أن يتأكد من ذلك بإعادة تصميم جدول ٣-٥ بعد إجراء تغيرات على حجم الإنحراف المعياري للإستثمارين ك. ى.

ثانياً: تنويع تواريخ الإستحقاق:

تشير العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للأوراق المالية، إلى أن تقلب أسعار الفائدة في السوق بترتب عليه تقلبات أكبر في قيمة السندات طويلة الأجل. بالمقارنة مع السندات قصيرة الأجل. وهكذا. قد يواجه مدير محفظة الأوراق المالية معضلة ختاج إلى حل. فإذا ما استثمر مخصصات الحفظة في سندات قصيرة الأجل فإنه يتجنب التقلب الكبير في أسعار تلك السندات. وبذا يقلل مقدار الخسائر الرأسمالية التي تتعرض لها تلك السندات. غير أن استثمار الأموال في تلك السندات سوف يترتب عليه تقلبات كبيرة في العائد من سنة إلى أخرى. إذ ينبغي على المصرف في هذه الحالة أن يقوم بسلسلة من الإستثمارات قصيرة الأجل بأسعار فائدة مختلفة.

ومن ناحية أخرى إذا استثمر المصرف مخصصات الخفظة في سندات طويلة الأجل, فسوف يحقق استقراراً أكبر في العائد السنوي المتولد عن تلك السندات، إلا أن أسعار تلك السندات سوف تتعرض لتقلبات شديدة. مما قد يعرض المصرف إلى تكبد خسدائر رأسمالية, إذا ما اضطر إلى ببعها قبل تاريخ الإستحقاق.

إن المعضلة التي بواجهها المصرف بشأن توزيع مخصصات الحفظة بين السندات طويلة الأجل والسندات قصيرة الأجل. قد يمكن التغلب

عليها من خلال سياسة رشيدة للتنويع. وتقضى تلك السياسة بتوزيع الخصصات بين السندات الطويلة والقصيرة بشكل يؤدي إلى الإستفادة من مـزايا كل منهـا. وتقليل الخاطر التي قـد تترتب على توجيه كافـة مخصصات الخفظة لأي من هذين النـوعين. وفيـما يـلي تعرض لثـلاثة أسـاليب للتشكيل أو التنـويع، وهي: الأسلوب الهجـومي. وأسلوب تدرج تواريخ الإسـتحـقـاق. والتشكيل عن طـريق التركـيز عـلى الإستـثمـارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل وإسـتبعاد الإسـتثمارات متوسطة الأجل.

() الأسلوب الهجومي:

يقوم الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة Management " Management على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقاً للظروف، أي وفقاً للإقاهات المتوقعة لأسعار الفائدة. فإذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع، فإن على محير المحفظة أن يسارع ببيع السندات طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل، وذلك قبل أن يحدث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة. فإذا ما خققت التنبؤات وارتفعت أسعار الفائدة فسوف يتمكن فإذا ما خققت التنبؤات وارتفعت أسعار الفائدة فسوف يتمكن البنك من إنتهاز الفرصة؛ لأنه لن ينتظر طويلاً حتى يحل تاريخ الإستحقاق – طالما أن الإستثمارات قصيرة الأجل – ليستخدم الحصيلة في استثمارات جديدة خمل أسعار فائدة مرتفعة.

أما إذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الهبوط, حينئذ ينبغى على المصرف السارعة ببيع السندات قصيرة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات طويلة الأجل. فإذا ما خققت التنبؤات فلن يتعرض لتقلبات في العائد الدوري المتولد عن الحفظة، إذ سيظل محتفظاً بالسندات التي خمل معدل فائدة مرتفع مقارنة بمعدل الفائدة السائد في السوق لسندات بماثلة. إضافة إلى إمكانية خقيق أرباح رأسمالية كبيرة إذا ما قرر البنك بيعها قبل تاريخ الإستحقاق.

يشير التحليل السابق إلى مزايا الأسلوب الهجومي في إدارة الخفظة, غير أن نجاحه يتوقف كلية على مدى دقة التنبؤات بشأن الجاه أسعار الفائدة. فإذا تحققت التنبؤات تمكن للصرف من مضاعفة عائد الخفظة. ولكن هل هناك ما يضمن قبقيق تلك التنبؤات ؟ الإجابة طبعاً بالنفي. فالتنبؤ ينصرف إلى المستقبل. والمستقبل غير مؤكد ولا يعرفه على وجه اليقين غير الله سبحانه وتعالى. وإذا لم تتحقق تلك التنبؤات فإن المصرف يتعرض لهزات عنيفة في عائد الخفظة. كما قد تتعرض القيمة السوقية للسندات إلى انخفاض كبير قد يلتهم جزءاً من رأس المال. لذا يتوقع عدم لجوء المصرف لمثل هذا الأسلوب الهجومي في إدارة الخفظة. ما لم يكن لديه إدارة للاستثمار على درجة عالية من الكفاءة.

ب) تدرج تواريخ الإستحقاق:

"Laddered Maturity يقصد يتدرج تواريخ الإستحقاق Structure" توزيع مخصصات الخفظة على إستثمارات ذات تاريخ

إستحقاق متدرج. ويقتضى هذا الأسلوب قيام إدارة المصرف بوضع حد أقصى لتاريخ الإستحقاق الذي يمكن قبوله. بعد ذلك تقوم إدارة الحفظة بوضع هيكل لتواربخ الإستحقاق توزع على أساسه الموارد المتاحمة للاستثمار. ولتوضيح الفكرة دعنا نفسرض أن إدارة للصرف قد قررت أن لا تزيد فترة استحقاق السندات على عشر ستنوات. وأن ثمة موارد مالية قدرها ١٠ مليتون جنيه سوف تستثمر بالكامل في سندات. في هذه الحالة مكن لإدارة الحفظة أن خقق تدرجاً صارماً (جامداً) في تواريخ الإستحقاق. وذلك بتوزيع مخصصات الخفظة إلى عشرة أجزاء متساوية. ثم تقوم باستثمار كل جيزء في مجموعية من السندات تستحق في تاريخ معين مختلف عن غيرها من الجموعات. فمثلاً قد تقوم إدارة الخفظة باستثمار مخصصاتها التي تبلغ ١٠ مليون جنيه بالتساوي على عشر مجموعات من السندات تتباين من حيث تاريخ الإستحقاق. بعنى أنها تقوم باستثمار مليون جنيله في مجموعة سندات تستحق بعيد عام. ومليون في مجموعة تستحق بعد عيامين. وهكذا حتى تستثمر الليون جنيه الأخيرة في مجموعة سندات تستحق بعد عشر سنوات.

ولعل القارىء يدرك مدى سهولة إدارة هذا النوع من التشكيل. فبعد عام من الآن ستصبح السندات التي كانت تستحق بعد عشر سنوات تستحق بعد تسع سنوات, والسندات التي كانت تستحق بعد سنة واحدة. أما السندات التي كانت تستحق بعد سنة واحدة فلن يكون لها وجود بعد عام

من الآن. إذ سيسترد المصرف قيمتها الإسمية من المنشأة المصدرة الها. بعبارة أخرى بعد عام من الآن لن يكون هناك سندات تستحق بعد ١٠ سنوات, وفي الوقت نفسه سيتوفر لدى المصرف القيمة المستردة من السندات التي كانت تاريخ استحقاقها بعد عام واحد. وما على إدارة الحفظة الا أن تستثمر تلك الأموال المستردة في سندات تستحق بعد عشر سنوات حتى يكتمل التدرج. أي أنه في كل عام يتم استرداد القيمة الإسمية المسندات التي حل تاريخ استحقاقها. ليقوم المصرف بإعادة استثماره في مجموعة السندات التي تستحق بعد عشر سنوات.

ويكن للمصرف إدخال بعض المرونة في عملية توزيع مخصصات الخفظة. فإذا كانت التنبؤات تشير إلى احتمال ارتفاع أسعار الفائدة. في مكن في هذه الحالة التخلي عن توزيع مخصصات الخفظة بالتساوي. وذلك بزيادة الإستثمار في السندات قصيرة الأجل على حساب الإستثمار في السندات طويلة الأجل. أما إذا كانت التنبؤات تشير إلى احتمال انخفاض أسعار الفائدة. فإنه يمكن استثمار جزء أكبر في السندات طويلة الأجل. وجزء أقل في السندات قصيرة الأجل.

وهنا يثار التساؤل عن كيفية تصرف المصرف إذا ما قدمت له طلبات اقتراض تبلغ قيمتها المليون جينه، ولا توجد أموال سائلة لتغطيتها، فهل يقوم المصرف بالتصرف في السندات قصيرة الأجل التي يمكن بيعها دون خسائر تذكر أو دون خسائر على الإطلاق، مفضلاً الاحتفاظ بالإستشمارات طويلة الأجل، التي

تتعرض قيمتها السوقية لانخفاض كبير لو عرضت للبيع؟ وفقاً للأسلوب الجامد أو الصارم لن يقدم المصرف على هذا الإجراء فتغطية طلبات العملاء التي تبلغ قيمتها المليون جنيه على هذا النحو. تعني بيع كافة الأوراق المالية التي تستحق بعد عام واحد وبعد عامين. وبذا لن يوجد ما يسمى بتدرج تواريخ الإستحقاق. وللمحافظة على هذا التدرج يقتضى الأمر قيام المصرف ببيع جزء من كل مجموعة من الجموعات العشر السابقة . أما في ظل الأسلوب المن فسوف تتوقف تشكيلة السندات التي تعرض للبيع على الجاه أسعار الفائدة. فإذا كانت التنبؤات تشير إلى احتمال انخفاض أسعار الفائدة. فسوف يقوم المصرف ببيع جزء أكبر من السندات قصيرة الأجل وجزء أقل من السندات طويلة الأجل. والعكس إذا كانت التنبؤات تشير إلى احتمال الشائدة.

يسهم هذا النوع من التشكيل في قيقيق أهداف الخفظة التي تتمثل في السيولة, والربحية, وجنب انخفاض القيمة السوقية للإستثمارات, وتوثيق العلاقات مع كبار المودعين. فوجود السندات قصيرة الأجل يسهم في مواجهة احتياجات البنك للسيولة. أما وجود السندات طويلة الأجل فيسهم في قيقيق نوع من الإستقرار في العائد الدوري المتولد عن الإستثمار في الحفظة. كذلك يسهم وجود السندات طويلة الأجل مع السندات قصيرة الأجل في الحد من الخسطار الرأسمالية التي تتعرض لها الحفظة. فلو أن استثمارات الحفظة تتكون من سندات طويلة الأجل فقطريم القيمة أسعار الفائدة لترتب على ذلك هبوطاً شديداً في القيمة ارتفعت أسعار الفائدة لترتب على ذلك هبوطاً شديداً في القيمة

السوقية للإستثمارات المكونة للمحفظة، أما إذا وزعت مخصصات الخفظة بين سندات طويلة وسندات قصيرة ومتوسطة فإن هبوط القيمة الكلية للمحفظة سوف يكون أقل حقاً أن السندات طويلة الأجل سنظل عرضة لهبوط شديد. إلا أن هذه السندات لا تمثل إلا جزءاً من الإستثمارات الكلية للمحفظة، إذ تتضمن المحفظة أيضاً سندات قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل تنخفض قيمتها السوقية بمعدلات أقل.

ج) التركيز على الإستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل:

يقصد بالسلوب التزكيز على الإستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل "Barbell Maturity Structure" إستبعاد الأوراق المالية مستوسطة الأجل (من ثلاث سنوات إلى أقل من سبع سنوات) وتشكيل المحفظة من إستثمارات قصيرة الأجل (أقل من ثلاث سنوات). وإستثمارات طويلة الأجل (سبع إلى عشر سنوات). ويرجع السبب في ذلك إلى أن الإستثمارات قصيرة الأجل تسهم في مواجهة متطلبات السبولة, بينما تسهم الإستثمارات طويلة الأجل في مواجهة متطلبات الربحية, إذ تساعد على حقيق أرباح رأسمالية أكبر في حالة انخفاض أسعار الفائدة. أما الإستثمارات متصطة الأجل في الطربق.

ويقتضى التطبيق الصارم لهذا الأسلوب من التنويع. توزيع إعتمادات الخفظة مناصفة بين الإستثمارات قصيرة الأجل

والإستثمارات طويلة الأجل. غير أن الواقع العملي يشير إلى أن توزيع الخصصات يعتمد على توقعات المصرف بشأن الجاه أسعار الفائدة وعلى مدى الحاجة إلى توفير السيولة. فإذا كانت التنبؤات تشير إلى الجاه أسعار الفائدة نحو الهبوط وأن طلبات الإقتراض وكذا سحوبات العملاء محدودة كما هو الحال في فترات الكساد، فيكون من الأفضل تخصيص قدر أكبر من الموارد إلى الإستثمارات طويلة الأجل. أما إذا كانت التنبؤات تشير إلى إلجاه أسعار الفائدة نحو الإرتفاع وأن طلبات الإقتراض وكذا سحوبات العملاء في زيادة مضطردة, فقد يكون من الملائم تخصيص نسبة أكبر من الموارد للإستثمارات قصيرة الأجل.

وفي مجال المقارنة بين أسلوب التشكيل عن طريق تدرج تواريخ الإستتحقاق وبين أسلوب التشكيل الذي يركز على الإستثمارات القصيرة والطويلة الأجل. كشفت بعض الدراسات الميدانية عن أن الأسلوب الثاني يحقق سيولة أكبر من الأسلوب الأول مع تساوي القيمة المتوقعة للعائد في الحالتين. غير أن تقلب العائد في ظل الأسلوب الثاني يكون أكبر. وبالطبع يمكن تبرير ذلك بسهولة في ضوء خصائص النوعين.

فإذا إفترضنا وجود محفظتين للأوراق المالية تبلغ الإعتمادات الخصة لكل منهما ٣٠ مليون جنيه. ويتبع في أحد الحفظنين أسلوب التشيكل بالتدرج . بينما يتبع في الثانية أسلوب التشكيل باستبعاد الإستثمارات متوسطة الأجل فإن التطبيق

الجامد للأسلوب الأول يقتضي تقسم مخصصات الحفظة بالتساوي بين الإستثمارات القصيرة والمتوسطة والطويلة (١٠ مليون جنيه لكل منها). أما التطبيق الجامد للأسلوب الثاني فيقتضي تقسيم تلك الخصصات بين الإستثمارات القصيرة والطويلة (١٥ مليون جنيه لكل منها). وبالطبع فإن زيادة الإستثمارات قصيرة الأجل في ظل الأسلوب الثاني - بالمقارنة مع الأسلوب الأول - يسهم في خسين مركز السيولة للمصرف بدرجة أكبر. كما أن زيادة الإستثمارات طويلة الأجل تؤدي إلى بقلب عائد تلك الإستثمارات معدل أكبر (٨).

ولعل القارىء يدرك الآن بوضوح أن توقعات المصرف بشأن الجاه أسعار الفائدة هو محدد حاسم لـتوزيع مخصصات الخفظة بين الإستـثمارات التي تتفاوت من حيث تواريخ إسـتحقاقها. سواء تعلـق الأمـر باسلوب الـتـشكيل الـذي يقـوم على تـدرج تواريخ الإسـتحقاق، أو تعلق الأمـر باسلوب التـشكيل الذي يسـتبعـد الإسـتحقاق، أو تعلق الأمـر باسلوب التـشكيل الذي يسـتبعـد الإسـتثمارات متوسطة الأجل. وتشير إحدى الدراسات التطبيقية إلى أنه بالإضافة إلى إلجاه أسعار الفائدة، فإن حجم الودائع يعتبر أيضاً عنصراً مهماً في حديد توزيع مخصصات الخفظة. فالمصارف التي تـسم بصغر حـجم الودائـع (المصارف الصغيـرة) تميل إلى استـثمار الحانب الأكبر من مخـصصات الخفظة في إسـتـثـمارات

⁽٨) سبق أن ذكرنا في عدة مواضع أن عائد الخفظة يتكون من الفوائد مضافاً إليه الأرباح الرأسمالية. وبناءً عليه فإن التقلب الكبير في القيمة السوقية للإستثمارات طويلة الأجل في ظل النوع الثاني من التشكيل، يترتب عليه أرباح أو خسائر رأسمالية أكبر.

قصيرة الأجل، وذلك على عكس الصارف التي تنسم بكبر حجم الودائع.

تنويع محفظة القروض:

لا تختلف سياسة تشكيل محفظة القروض عن سياسة التشكيل الخاصة بمحفظة الأوراق المالية إذ ينبغي على المصرف أن لا يقصر القروض التي يقدمها على عدد محدد من العملاء. كما ينبغي عليه مراعاة طبيعة ومدى الإرتباط بين أنشطة العملاء الذين يحصلون على قروض منه. وتتبدخل التشريعات في بعض الدول في تشكيلة مخفظة القروض، بطريقة خفق السلوب التنويع الساذج. ففي الولايات المتحدة الأمريكية تنص التشريعات المصرفية على ألا تزيد قيمة أي قرض عن ١٠٪ من قيمة رأس المال والإحتياطات. وهو ما يعني تعدد القروض التي يقدمها البنك، بما يسهم في قنب أو تخفيض الخاطر ذات الصبغة الخاصة.

كذلك تتبع المصارف سياسات إستثمارية أخرى تمثل استجابة لتطلبات أسلوب ماركوتز في التنويع. ويقصد بذلك تنويع القروض وفق مجالات النشاط، وذلك على النحو الذي سبقت الإشارة إليه في هذا الفصل. وثمة احتمال يكون معامل الإرتباط بين تلك الأنشطة أقل من الواحد الصحيح.

وجدر الإشارة هنا إلى وجود قيود على حربة المصرف في القيام بالتنويع الفعال. فمثلاً قد يقضى هدف توثيق العلاقات مع كبار المودعين. قـصر

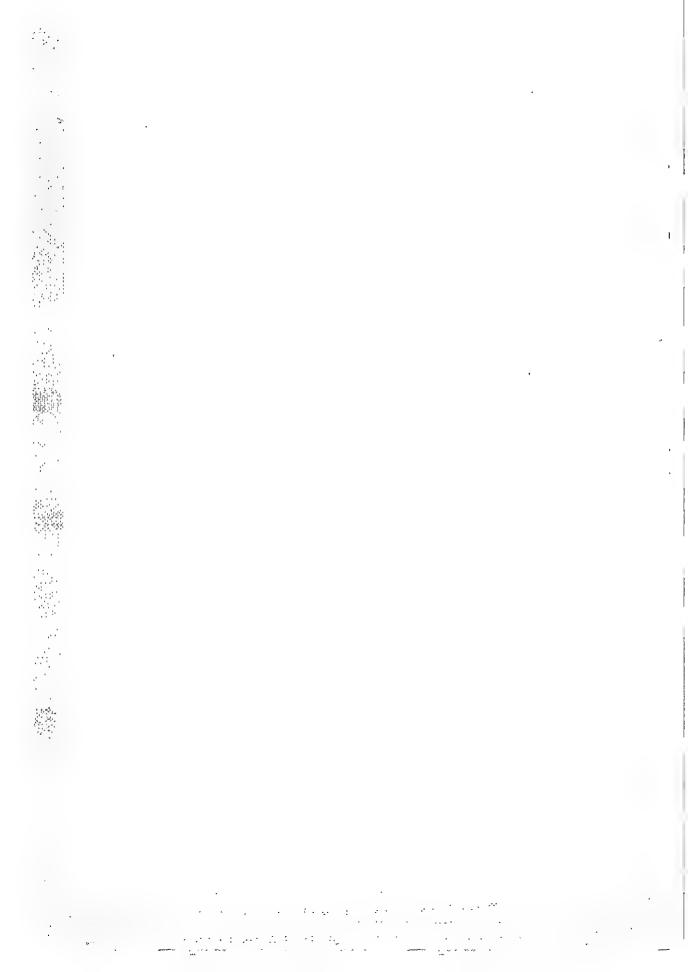
القروض على العماد الذين لهم نشاط في النطقة التي يخدمها المصرف (وقد يكون معامل الإرتباط بين هذه الأنشطة موجباً وكاملاً) وفيما يلي أهم هذه الأسباب:

- أ) إن إعطاء الأولوية في الإقراض للعصالاء الذين لهم نشاط في المنطقة التي يخدمها المصرف. قد يشجعهم على فتح حسابات إيداع لديه.
- ب) من غير المتوقع أن يكون للعمالاء الحسملين الذين يقيمون في
 مناطق بعيدة ودائع لدى المصرف. ومن ثم فلن يحلظوا بأولوية
 الحصول على القروض.
- ج) يصعب على المصرف القيام بعملية تقييم فاعلة ومستمرة لنشاط العميل الذي يمارس نشاطه في منطقة جغرافية بعيدة.
- د) إعطاء الأولوية في الإقسراض للعسملاء الذيان لهم نشاط في المنطقة التي يخدمها المصرف يعد مساهمة في تنمية المنطقة الجغرافية التي يعمل بها. وهو أمر مرغوب فيه ويتسق مع أهداف المصرف.
- هـــ) إن تقديم القروض لغير المقيمين في المنطقة التي يعمل فيها البنك, يثير التساؤل لدى مفتشي المصرف المركزي. إذ قد يتساءل هؤلاء المفتشون عن الأسباب الموجبة لتقديم مثل هذه القروض.

تتكون محفظة المصرف من محفظة الأوراق المالية، ومحفظة القروض، وتتمثل أهدافها في تحقيق أقصى عائد. وجنب مخاطرنقص السيولة، والتعرض للخسائر الرأسمالية، وضعف العلاقة مع كبار المودعين، أما السياسات التي خكم إدارة الحفظة فتتعلق أساساً بكيفية توزيع مخصصاتها، وأساليب تنويع مكوناتها، وبالنسبة لتوزيع الإستثمار بين القروض والأوراق المالية، يتوقع أن تنص السياسة على توجيه أكبر قدر مكن من الخصصات إلى محفظة القروض وما يتبقي بعد ذلك يوجه إلى محفظة الأوراق المالية.

أما بالنسبة لسياسات التنويع فهناك التنويع أو التشكيل على أساس جهنة الإصدار، الذي يقضي بضرورة تشكيل الخفظة من إستثمارات يكون الإرتباط ببن عوائدها أقل من الواحد الصحيح. كذلك هناك التنويع وفقاً لتواريخ الإستحقاق الذي حُكمه سياسات بديلة من أهمها السياسة الهجومية, وسياسة تدرج تواريخ الإستحقاق. وسياسة التركيز على الإستثمارات قصيرة وطويلة الأجل دون الإستثمارات

the angles of the worlder



الفصل السادس إستراتيجيات الإستثمار للمستثمر الصغير

عرض الفصل الخامس لإستراتيجيات التنويع التي من شائها أن تلك تسهم في الحد من الخاطر التي يتعرض لها المستثمرين سواء كانوا الإستراتيجيات قد تقتصر فاعليتها على كبار المستثمرين سواء كانوا مؤسسات مالية أو أفراداً أثرياء. بعبارة أخرى لا يجد المستثمر الصغير مكاناً له بين تلك الإستراتيجيات. كما قد لا يجد له مكاناً أيضاً بين صناديق الإستثمار المغلق منها والمفتوح. يرجع ذلك إلى رغبة المستثمر في أن يتخذ قراره بنفسه. وحتى لو كانت لتلك الصناديق جاذبيتها بالنسبة له. فقد يُبقى جزءاً من مدخراته لإستثماره بنفسه. وها نحن نساعده باقتراح إستراتيجيات إستثمارية تتناسب موارده المحدودة. يقوم فيها بتركيز الإستثمار في سهم منشأة واحدة. تتوافر فيها سمة واحدة أو عدة سمات. وهذا ما يعرض له هذا الفصل. ففي القسم الأول نتناول إستراتيجية السمات المتعددة. وفي القسم الثاني نتناول إستراتيجية السمات المتعددة. وفي القسم الثاني نتناول إستراتيجية

بقصد باستراتيجية السمات المتعددة، ضرورة توافر سمات معينة في المنشأة التي ينبغي أن يوجه المستثمر جانباً من مخصصات محفظة

أوراقه المالية لشراء جزء من أسهمها. وفي هذا الصدد اقترح بنجامين قراهام "Benjamin Graham" الذي يعتبر الأب الروحي لتحليل الأوراق المالية عدداً من السمات. بناءً على خبرة طويلة وواسعة في خليل الأوراق المالية. وتتمثل هذه السمات في:

- ان تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة "Bond Yield على الأقل.
- أن يكون مضاعف الربحية (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أقل من ٤٠٪. مقارنة بأعلى مضاعف ربحية لذات السهم في الخمس سنوات الماضية.
- ") أن يكون معدل التوزيعات "Dividend Yield" ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل. ويقصد بمعدل عائد التوزيعات نسبة التوزيعات التي حصل عليها السهم خلال السنة. مقسومة على متوسط أعلى سعر وأقل سعر يباع به السهم.
- ٤) أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة على الأقل. ويقصد بنصيب السهم من الأصول نافج قسمة القيمة الدفترية للأصول اللموسة على عدد الأسهم العادية المصدرة.
- ٥) أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم أقل من ثلثي

نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة. وبقصد بصافي الأصول المتداولة الأصول المتداولة مطروحاً منها القيمة الدفترية لجموع القروض والأسهم المتازة.

- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية
 للأصول اللموسة.
 - ٧) أن لا تقل نسبة التداول عن ١.
- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي
 الأصول المتداولة, على أساس التعريف السالف الذكر.
- ٩) أن يكون المعدل المركب للربحية في العشر سنوات السابقة لا
 يقل عن ٧٪.
- ان يتسم معدل نمو ربحية المنشأة بالإستقرار. ويقصد بالإستقرار في هذا الصدد أن لا تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل ۵٪ أو أكثر.

وإذا ما تأمل القارىء تلك السمات، سيتضح له أن السمات الخمس الأولى ترتبط بعائد السهم، أما الخمس سمات الأخيرة فترتبط بالخاطر. يضاف إلى ذلك أن السمات من الخامسة حتى الثامنة تعد مقياساً لقوة المركز المالى للمنشأة، أما السمتان التاسعة والعاشرة فتعتبران مقياساً

لاستقرار ربحية المنشأة في الماضي ونموها.

ويعتقد قراهام في أنه ليس من الضروري أن تتوافر للسهم كافة هذه السمات. إذ يكفي أن يتوافر بعضها فقط. فلقد اتضح له على سبيل المثال أن السهم الذي توافرت فيه السمات الست الأولى حقق ربحاً رأسمالياً بلغت نسبته ١٩٪ في الوقت الذي لم يحقق فيه مؤشر دو جونز أكثر من ٣٥٪. ومن اللافت للنظر أن دراسات قراهام قد كشفت كذلك عن أن السمة الخامسة هي أهمها جميعاً. وهو ما أكدته نتائج دراسات لاجقة، كشفت عن أن الأسهم التي توافر لها عدد من هذه السمات كان أداؤها أفضل من أداء السوق ككل. حتى بعد أخذ الخاطر في الخسيان. ليس هذا فقط بل إن الأسهم التي توافرت لها السمة الخامسة وحدها كان أداؤها هي الآخرى متميزاً.

وعلى غرار مدخل بنجامين قراهام. قدم رينجانوم "Reinganum" دراسة كسشفت عن أربع سمات لو توافرت في المنشأة التي يوجه إليها المستثمر جزءاً من مخصصات محفظة أوراقه المالية. لحقق عائداً على الإستثمار يفوق متوسط عائد السوق. وتتمثل هذه السمات في:

- تزاید مضطره في الربحیة ربع السنویة للمنشأة.
- أن يكون عدد الأسهم للصدرة أقل من ١٠ مليون سهم.
- ٣) أن تكون نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية

أقل من الواحد الصحيح. هذا يعني أن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية, ما يتيح فرصة لتحقيق الأرباح الرأسمالية في المستقبل.

كانت عليه في ربع السنة الماضي. كما ينبغي أن تكون القوة النسببية للسهم ٧٠ على الأقل. هذا وتقاس القوة النسببية النسببية للسهم ٧٠ على الأقل. هذا وتقاس القوة النسبية بالمتوسط المرجع بالأوزان للتغيير في السعر خلال الإثني عشر شهراً الماضية. وقد أعطى رنقانيم وزناً قدره كر الربع السنة الأخير. بينما أعطى لكل من الثلاثة أرباع الأخرى من السنة وزناً قدره أر. ومما يذكر أنه في هذه الدراسة كان وسيط "Median" القوة النسبية في الربع سنة الذي اشترى فيه السهم ٩٣. وأن القوة النسبية في الربع سنة الذي اشترى فيه السهم ٩٣. وأن القوة النسبية في الربع سنة الذي اشترى فيه السهم ٩٣. وأن

وأخيراً. نشير إلى أن هذه النتائج تنطبق على الولايات المتحدة الأمريكية، وإذا كان لنا أن نصل إلى سمات تصلح للتطبيق في أسواقنا المحلية، فإن على مراكز البحوث والدراسات أن تنهض وتنشط، بما يوفر البيانات اللازمة لذلك.

إلى جانب إستراتيجيات السمات المتعددة، ثمنة إستراتيجيات آخرى تعتمد على سمة واحدة. ومن هذه الإستراتيجيئة مضاعف الربحية، والأسهم المشتقة والأسهم مقابل توزيعات، والأسهم

التي يحصل حاملها على توزيعات مستزايدة. والإصدارات الجديدة. والأسهم التي يعاد شراؤها بواسطة المنشأة المصدرة لها. وأسهم الشركات الصغيرة. وأخيراً. أسهم المنشآت الخاسرة. وبتأمل تلك الإستراتيجيات التي سنعرض لها فيما يلي. سيتضح للقارىء أن لكل منها الأساس العلمي والفكري الذي يتسق مع جوهر التحليل الأساسي. ولكنها لا تعترف بشكل أو بآخر بكفاءة السوق.

١) إستراتيجية المضاعف:

يقصد بتلك الإستراتيجية قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعفة الربحية الحقيقي له (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أكبر من مضاعف الربحية الفعلي. ومن بين تطبيقات تلك الإستراتيجية الإنجاء لشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحالي له أقل من متوسط مضاعف الربحية في الخمس سنوات الأخيرة. أو أقل من ٩٠٪ من مضاعف الربحية لمؤسّر سيتاندرر آند بور ٩٠٠. فشراء مثل هذا السهم يتوقع أن يترتب عليه قيق عائد يزيد عن متوسط عائد السوق. وهو ما أكدته نتائج عدد من الدراسات، كما يؤكده المنطق خاصة إذا لم يحدث تغير ملموس في ظروف المنشأة المصدرة للسهم.

٢) إسترانيجية السهم الشتق والأسهم مقابل توزيعات:

ومن الإستراتيجيات المتبعة في شراء الأسهم تلك التي تقضي بشراء الأسهم التي سوف تشتق "Stock Split" أو يعلن عن إشتقاقها في المستقبل القريب. وتقوم هذه الإستراتيجية على أساس أن لاشتقاق الأسهم آثاراً إيجابية. مكن أن يستفيد منها المستثمر الذي يشتري السهم قبل حدوث الاشتقاق. فاشتقاق السهم يعنى انخفاض قيمته السوقية الأمر الذي يجعل مخاطر تسويقه أي صعوبة بيعه عند حدما الأدني. وذلك مع بقاء العوامل الأُخرى على حالها. كذلك فإن الاشتقاق عادة ما يسفر عن زيادة القيمة السوقية للسهم. ذلك أن وقتاً غير قصير قد يمنى قبل أن تصل قيمته السوقية (القيمة العدلة بعد الاشتقاق) إلى مستواها الحقيقي الذي بنبغي أن تكون عليه (١). يضاف إلى ذلك أن الاشتقاق يعد مثابة رسالة إلى المتعاملين في السوق مؤداها أن الإدارة تتوقع أداءً متميزاً للمنشأة في المستقبل. باختصار يتمتع السهم الذي يتوقع له الاشتقاق بسمتين أساسيتين. هما: سيولة "Liquidity" أفضل. وقيمة سوقية أعلى من قيمته الحقيقية خلال فترة ما بعد الاشتقاق. وما ينطبق على الأسهم التي يتوقع أن تشتق. ينطبق كذلك على أسهم المنشات التي يتوقع أن تصدر أسهماً مقابل توزيعات "Stock Dividend".

أما نتائج الدراسات الميدانية بشأن مسلاءمة تلك الإستراتيجية فتتسم بنوع من التباين. ففي إحدى الدراسات انضح أن القيمة السوقية للسهم ترتفع بوم إعلان الإشتقاق، كما يرتفع السعر -

⁽۱) يقصد بالسبعر التعدل عدد الأسهم الشتقة مضروباً في القيمة السوقية للسهم بعد الاشتقاق. فلو أن قيمة السهم قبل الاشتقاق كانت ١٠٠ جنيه, وأن السهم اشتق إلى سهمين يباع كل منهما بمبلغ ٥١ جنيهاً. حنيثذ يكون السعر العدل ١٠١ جنيه.

يقصد السعر المعدل – في يوم الإشتقاق ذاته. إلا أن دراسة آخرى أشارت إلى أن هذا الإرتفاع في السعر عادة ما يصحب زيادة في الخاطر. أما دراسة فاما وزملائه التي تتبعت سعر السهم في الثلاثين شهراً السابقة على إعلان الإشتقاق، والثلاثين شهراً اللاحقة عليه. فقد كشفت عن ارتفاع في السعر قبل إعلان الإشتقاق وهو ما لم يحدث بعد الإعلان. وهو ما أكدته دراسة أخرى لاحقة.

ومكذا يبدو أن احتمال الإستفادة من الإشتقاق يرتبط بقدرة السيتشمر على التنبؤ بإمكانية حدوثه. بعبارة أخرى تعد تلك الإستراتيجية مريحة لو أن المستثمر اشترى السهم قبل الإعلان عن إشتقاقه. ذلك أن فرصته في خقيق عائد ميز من شراء السهم بعد إعلان الإشتقاق تعد ضئيلة إلى حد كبير.

٣) إستراتيجية السهم ذات التوزيعات المتزايدة:

تقضي تلك الإستراتيجية بشراء السهم الذي أعلن أو يتوقع أن يعلن عن زيادة في توزيعاته النقدية. وذلك على أساس أن إعلان زيادة التوزيعات النقدية بعد مؤشراً "Signalling" على توقع الإدارة لأداء أفضل للمنشأة في المستقبل. وفي هذا الصدد كشفت بعض الدراسات التي ركزت على المدى القصير، أن خسناً في القيمة السوقية للسهم خدث في يوم إعلان الزيادة في التوزيعات، ونادراً ما تمتد إلى ما بعد الإعلان. وعلى العكس من ذلك كشفت دراسة أخرى عن أن التحسن في القيمة السوقية للسهم قد تمتد إلى شهر بعد الإعلان، وذلك إذا ما كان معدل للسهم قد تمتد إلى شهر بعد الإعلان، وذلك إذا ما كان معدل

الزيادة في التوزيعات ٢٥٪ أو أكثر ما كانت عليه التوزيعات في السنة الماضية.

مرة أخرى يرتبط إستفادة المستثمر من تلك الإستراتيجية بقدرته على التنبؤ بحدوث الزيادة في التوزيعات، بما يمكنه من شراء السهم قبل أن ترتفع قيمته السوقية بما يحقق له عائداً إضافياً. أما إذا اشترى السهم بعد الإعلان عن الزيادة. فسوف يشتري السهم بالسعر المرتفع ولن يحقق من وراء ذلك أي عائد إضافي.

٤) إستراتيجية الإصدارات الجديدة:

تقضي هذه الإستراتيجية بتفضيل شراء أسهم المنشآت التي طرحت إصداراتها من الأسهم للتداول العام لأول مرة New Issues"

"Or Initial Public Offerings (IPO)"

وذلك على اعتبار أن تسعير السهم في تلك الإصدارات عادة ما يكون عند قيمة أقل من قيمته السهم في تلك الإصدارات عادة ما يكون عند قيمة أقل من قيمته الحقيقية. ويُعزى هذا لسببين رئيسيين هما: السؤولية القانونية التي قد يتعرض لها بنك الإستثمار. ونقص المعلومات لدى بعض الستثمرين "Information Asymmetry". ويعتبر تسعير الأسهم التي تطرح للتداول لأول مرة بسعر أقل مما ينبغي بمثابة نوع من الوقاية ضد المسؤولية القانونية التي قد يتعرض لها البنك، والتي الوقاية ضد المسؤولية القانونية التي قد يتعرض لها البنك، والتي السهم قد تم تسعيره عند قيمة أعلى مما ينبغي – أو حتى عند السهم قد تم تسعيره عند قيمة أعلى مما ينبغي – أو حتى عند قيمته السوقية لانخفاض شديد قيمته السوقية لانخفاض شديد عقب الإصدار. فحينئذ يمكن للمستشمرين مقاضاة البنك

الإستثمار بدعوى أن البيانات التي أتاحها لهم في شأن الإصدار لم تكن صادقة.

ونضيف أنه لو كان السهم يصدر بقيمته الحقيقية في بعض الأحيان. فإن المستثمر الذي لديه معلومات خاصة لا تتاح لغيره "Informed Investor" يتوقع أن تكون حصته من تلك الإصدارات ضئيلة. بينما تزداد حصته من الإصدارات التي يدرك – من واقع ما يتوافر لديه من معلومات – أن القيمة التي يباع بها السهم أقل من قيمته الحقيقية. ولما كان المستثمر الذي لا تتوافر له معلومات خاصة "Uninformed Investor" هو الذي يشتري ما يتبقى من الإصدار "Residual" فإن حصته ستكون كبيرة من الإصدارات التي يكون تسعيرها عند مستوى يعادل قيمتها الحقيقية. في الوقت الذي يتضاءل نصيبه من الإصدارات الأخرى أي تلك التي تباع بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية.

وفي ظل هذا السبناريو سيكون الربح من نصيب المستثمر الذي تتوافر له المعلومات. والخسارة من نصيب المستثمر الذي لا تتوافر له تلك المعلومات. ومع تكرار ذلك الموقف سوف يكتشف أعضاء الفريق الثاني – وهم الأكثرية – أنهم ضحايا هذا النوع من الإصدارات. ومن ثم يتوقع أن يحجموا عن شرائها. وفي ظل هذه الظروف لا يوجد ضمان لإقبال هؤلاء للستثمرين على شراء تلك الإصدارات إلا إذا كان سعر الإصدار أقل من القيمة الحقيقية للسهم.

ونضيف أن المنشآت الجيدة التي تطرح أسهمها لأول مرة للجمهور. عادة ما تفضل أن تطرح تلك الأسهم بسعر يقل عن القيمة الحقيقية للسهم. فالجمهور لا يدري أنها منشأة جيدة "Information Asymmetry" ولا توجد وسيلة أفضل لإبلاغه بتلك السمة، إلا من خلال بيع السهم بقيمة أقل من قيمته الحقيقية وبعد فترة وجيزة ترتفع القيمة السوقية للسهم مع التحسن المضطرد في أداء المنشأة، وحينئذ يزداد احترام الجمهور لها وثقته فيها، مما يسهل عليها مستقبلاً الحصول على ما ختاجه من موارد بيسر وسهولة. بل وبحد أدنى من التكلفة.

ومع هذا فقد كشف عدد من الدراسات الميدانية عن أن مزايا الإستثمار في هذه الأسهم مشروط بقيام المستثمار ولا ينتظر حتى السهم فوراً بالسعر الذي يطرحه بنك الإستثمار. ولا ينتظر حتى يشتريه من السوق. إذ سيكون ذلك بسعر أعلى ورما بسعر مغال فيه. كما كشفت بعض تلك الدراسات عن أنه إذا كان هناك فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية عالية جراء شراء ذلك السهم. فإن شراءه عادة ما ينطوي أيضاً على مخاطر كبيرة نظراً لنقص المعلومات المتاحة عن المنشأة التي تصدره.

٥) الأسبهم التي يُحاد شراؤها:

لماذا تقوم المنشآت بإعادة شراء الأسهم التي سبق أن أصدرتها؟ من بين الأسباب اعتقاد الإدارة بأن سعر السهم أقل مما ينبغي وإن إعادة شرائه يعد مثابة إستثمار مربح. كذلك قد تستهدف إعادة

الشراء خلق تعامل نشط على تلك الأسهم، وهو أمر من شأنه أن يترك أثراً على سيولة السهم وعلى قيمته السوقية بالتبعية. كما قد يكمن السبب في رغبة الإدارة في خريك سعر السهم إذ إن قرار إعادة الشراء من شأنه أن يحد من المعروض من تلك الأسهم وهو ما يسفر عن زيادة في ربحية السهم وزيادة في قيمته السوقية بالتبعية. ونضيف سبباً آخر هو رغبة الإدارة في توفير عدد من الأسهم لمواجهة خطة مشاركة العمال في ملكية توفير عدد من الأسهم لمواجهة خطة مشاركة العمال في ملكية النشأة "ESOP" أو استعداداً لاحتمال قيام الدبرين بتنفيذ حقوق الإختيار التي حصلوا عليها "Stock Option" وكلها مؤشرات إيجابية لمستقبل السهم. بل ونشير إلى أن شراء مؤشرات إيجابية لمستقبل السهم. بل ونشير إلى أن شراء وبخاصة فيما يتعلق بالعائد والخاطر.

وفي ضوء هذه الأسباب يصبح من المنطقي قبول القولة الشائعة في أسواق رأس المال الأمريكية. التي تقضي بأن أداء أسهم المنشآت التي تعيد شراء أسهمها عادة ما يكون أعلى من أداء السوق بصفة عامة. وخطى هذه المقولة بتأييد عدد من الدراسات الميدانية.

غير أننا نشير إلى أنه إذا كان قيام المنشأة بإعادة شراء أسهمها من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع عائد السهم مقارنة بعائد السوق, إلا أن إعادة شراء الأسهم يترتب عليها زيادة الخاطر التي تتعرض لها للنشأة نتيجة لانخفاض نسبة حقوق الملكية في هيكل رأس المال. وإذا ما تم قياس العائد مع أخذ تلك الخاطر في الحسبان "Risk-adjusted Return" فقد يتضح أن عائد تلك الأسهم يعادل تقريباً عائد السوق. ورغم المنطق الذي يقوم عليه هذا التحليل. فقد كشفت إحدى الدراسات عكس ذلك. فشراء المنشأة لأسهمها يرتبط ارتباطاً عكسياً مع الخاطر وارتباطاً طردياً مع العوائد المستقبلة، بما يعني زيادة حقيقية في القيمة السوقية للسهم.

1) أسهم الشركات الصغيرة:

تسود الأسواق الأمريكية في السنوات الأخيرة فكرة بطلق عليها تأثير الحجم الصغير "Small Firm Effect". وتقضي هذه الفكرة بأن الإستثمار في أسهم الشركات الصغيرة عادة ما يتولد عنه عائد يفوق عائد السوق. حتى بعد أخذ الخاطر في الحسبان. وقد أكدت دراسات رينجانوم واقعية الفكرة.

فلقد قام رينجانوم "Reinganum" بتقسيم عينة من النشآت في عشر مجموعات على أساس الحجم. الذي تم قياسه بالقيمة السوقية السوقية للمنشأة (عدد الأسهم مضروباً في القيمة السوقية للسهم). ثم بحساب متوسط العائد لكل مجموعة وذلك خلال سبع عشرة سنة, اتضح له تميز واضح لمتوسط العائد للمجموعة الني تضم أصغر المنشآت. بل واتضح كذلك أن متوسط العائد ينخفض كلما الجهنا إلى الجموعات ذات الحجم الأكبر. ليس هذا ينخفض كلما الجهنا إلى الجموعات ذات الحجم الأكبر. ليس هذا الفترة

محل الدراسة ١٠٠ دولار لشراء أسهم منشأة في الجموعة ذات الخجم الأصغر، حقق في نهاية الفترة حصيلة قوامها ٤٦٠٠ دولار. أما المستثمر الذي استثمر البلغ نفسه في إحدى منشآت الجموعة ذات الحجم الأكبر فانتهى بحصيلة قوامها ٤٠٠ دولار.

وتتعرض هذه الإستراتيجية إلى انتقاد مؤداه أن مخاطر الإستثمار في أسهم النشآت الصغيرة عادة ما تكون أكبر إضافة إلى أن قياس مخاطرها بدقة يعد أمراً غاية في الصعوبة. غير أن دراسات أخرى لم تقدم تأييداً لذلك. كذلك تواجه تلك الإستراتيجية انتقاداً آخر مؤداه أن تكلفة المعاملات لأسهم المنشآت الصغيرة عادة ما تكون مرتفعة. ليس فقط بسبب المنشآت الصغيرة عادة ما تكون مرتفعة. ليس فقط بسبب صعوبة تسويقها. بل أيضاً بسبب ارتفاع الهامش الذي يطلبه صانعو السوق (التجار والمتخصصون) الذين يتعاملون في تلك الأسهم، وبسبب ارتفاع معدل دورانها داخل محفظة الأوراق المالية للمستثمر مما يسهم في ارتفاع متوسط تكلفة المعاملات. حقاً للمستثمر مما يسهم في ارتفاع متوسط تكلفة المعاملات. حقاً قد خقق أسهم تلك المنشآت عائداً إجمالياً متميزاً إلا أن تكلفة المعاملات كفيلة بأن تلتهم جزءاً كبيراً من ذلك العائد.

وعلى العموم فإن على الستثمر أن يكون حذراً, ذلك أن بعض المنشآت الصغيرة عادة ما لا تتوافر بشأنها معلومات كافية، حتى أن الكثير من الحللين لا يلقون بالاً بتلك المنشآت، وهو ما يطلق عليه بتأثير المنشآت المهملة "Neglected Firm Effect". وما يذكر أن الإستثمار في أسهم تلك المنشآت عادة ما يكون مقتصراً على

الأفراد. أما المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار فعادة ما تتجنب الإستثمار في تلك الأسهم إما بسبب ضعف سيولتها أو بسبب صغر حجم الإصدار منها.

٧) أسهم المنشآت الخاسرة:

توصلت بعد الدراسات إلى استنتاج يثير الدهشة والاستغراب لأول وهلة. موداه أن الإستشمار في أسهم النشات التي منيت بخسائر عادة ما يكون أكثر ربحية. مقارنة بالإستثمار في أسهم المنشآت التي حققت أرباحاً. بل وأنه حتى بعد تثبيت متغير الحجم (حجم النشأة) ظل عائد الإستثمار في أسهم النشآت التي تعبرضت للخسائر أعلى من مشيله للمنشبآت التي حقيقت الأرباح. وبخاصة خلال السنة التالية لتعرضها لتلك التسائر. أما تفسير ذلك فلقد تجده فيما يطلق عليه بقارض العلومات غير المؤكدة "Uncertain Information Hypothesis". ويقضى هذا الضرض بأنه عندما تكون الآثار التي خدثها العلومات الجديدة (الخسائر في هذه الحالة) غير مـؤكدة. يرتفع معدل العائد المطلوب للتعويض عن الخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار في أسهم المنشأة العنية، مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية. وعندما يزول عدم التأكد وهو ما يحدث عندما تستعيد المنشأة قدرتها على خَفيق الأرباح، تنخفض الخاطر وينخفض معها معدل العائد المطلوب على الإستشمار، الأمر الذي ينجم عنه ارتفاع في القيمة السوقية للسهم. ليس هذا فقط بل أنه وفقاً لهذا الفرض. أي فرض المعلومات غير المؤكدة. عادة ما تكون الآثار التي تعقب الأخبار السيئة (انخفاض قيمة السهم عقب التعرض للخسائر) أكبر من الآثار التي تتركها الأخبار السارة (ارتفاع قيمة السهم عقب الإعلان عن الأرباح). وعندما يزول عدم التأكد وقحقق المنشأة الأرباح (بعد أن كانت قد منيت بالخسائر) ترتفع القيمة السوقية لأسهمها (والتي سبق أن اشتراها المستثمر عقب خقيق المنشأة للخسائر). بدرجة أكبر من ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشآت التي سبق لها أن حققت الأرباح. ولعل هذا يعد مبرراً للسبب الذي من أجله يكون أداء أسهم المنشآت في السنوات التالية لتعرضها للخسائر، أفضل من مثيله للمنشآت التي حققت الأرباح.

إذا كانت الموارد المالية المتاحة تتيح للمستشمر الكبير نهج سياسة التنويع، التي تساعد في الحد من الخاطر التي يتعرض لها. فإن للمستثمر الصغير إستراتيجيات أخرى يمكنه اتباعها لذات الغرض. وفي هذا الصدد توجد إستراتيجية ذات بديلين: إستراتيجية السمات المتعددة للمنشأة الصدرة للسهم، وإستراتيجية السمة الواحدة.

قاموس لشرج المصطلحات

Glossary

اعد هذا القاموس خصيصاً لمساعدة القارىء الذي يفضل قراءة فصولاً مختارة من هذا الكتاب. فمثل هذا القارىء يحتمل أن يواجه بمصطلحات عرضت تفصيلاً في فصول آخرى. وحتى بجنبه مشقة البحث والتنقيب عن مكان تلك المصطلحات فقد آثرنا أن نذيل الكتاب بأهم المصطلحات التي يحتمل تكرارها في أكثبر من فصل. وإذا لم يجد القارىء غايته في هذا القاموس فيمكن أن يرجع إلى قائمة الحتويات في مقدمة الكتاب، فقد يكون المصطلح الذي يبحث عنه قد تمت تغطيته في قسم أو جزء من قسم. هذا وسوف نعرض المصطلحات وفقاً لترتيبها الأبجدي. مع الإشارة إلى الفصل الذي توجد فيه.

إنن تفويض "Proxy" ، هو إذن يفوض بمقتضاه أحد أعضاء مجلس الإدارة في التصويت نبابة عن حامل السهم العادي – الفصل الأول.

إختيار البيع "Put Option": هو إتفاق يُعطي الحق للمستثمر في بيع عدد من الأسهم أو السندات ورما العملات إلى طرف آخر بسعر متفق عليه مقدماً. وقد ينص على تنفيذ الإتفاق في تاريخ معين (الإختيار الأوروبي) أو خلال فترة معينة (الإختيار الأمريكي) – الفصل الثاني.

إختيار الشراع "Call Option": هو إنفاق يُعطى الحق للمستثمر في

شراء عدد من الأسهم أو السندات ورما العملات إلى طرف آخر، بسعر منفق عليه مقدماً، وقد ينص على تنفيذ الإتفاق في تاريخ معين أو خلال فترة معينة – الفصل الثاني.

إشتقاق الأسهم "Stock Split": هو زيادة عدد الأسهم المكونة لرأس المال دون أن يصحب ذلك زيادة في حقوق الملكية. وهو ما ينجم عنه انخفاض في القيمة السوقية للسهم – الفصل الأول.

القيمة الصافية للأصل "Net Asset Value (NAV)": هي القيمة السوقية الصافية لمكونات صندوق الإستثمار. مقسومة على عدد الوحدات أو الأسهم المصدرة – القصل الثالث.

النشاء على الستثمرين الختملين في الورقة المالية المسدرة، والتي عادة النشأة على المستثمرين الختملين في الورقة المالية المسدرة، والتي عادة ما تتضمن بيانات لها أهميتها في اتخاذ القرار الإستثماري - الفصل الثالث.

الورقـــة الماليــة "Security"؛ هي صك يُعطي خامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو من أصول منشاة ما. أو الحقين معاً، ومن أمثلتها الأسهم والسندات – الفصل الأول.

أوراق مالية مُخَلَقة "Securitization": أوراق مالية قابلة للتداول في أبسواق غير منظمة خلّقتها بعض بيوت السمسرة، وكانت تلك الأوراق

في الأصل إستثمارات غير سائلة - الفصل الأول.

توزيعات في شكل أسهم "Stock Dividends": هي إستراتيجية تقضي بحصول حامل السهم على نصيبه من التوزيعات أو جزء منها. في صورة أسهم عادية - الفصل الأول.

سهم عسادي "Common Stock"؛ هو صك ملكبة يُعطي خامله الحق في الحصول على توزيعات إذا ما حققت المنشأة أرباحاً, وقررت الإدارة توزيعها كلها أو جزء منها، غير أنه ليس من حق حامل السهم مطالبة المنشأة باسترداد قيمته طالما أنها ما زالت تمارس النشاط – الفصل الأول.

سهم متاز "Preferred Sock" : هو صك يحمل صفات الملكية كما يحمل صفات الملكية كما يحمل صفات المديونية، فهو يشبه السهم العادي في بعض النواحي كما يشبه السند في نواحٍ أخرى – الفصل الأول.

ســـوق العقــود الستقبلــة "Future Market"؛ هو سوق تبرم فيه عقود تنفذ في الستقبل - الفصل الأول.

سيوق السال "Financial Market"؛ يقصد به سوق رأس اللل إلى جانب سوق النقد - الفصل الأول.

سيوق رأس المال "Capital Market"؛ هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل – الفصل الأول.

سوق النقد "Money Market": هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق النالية قصيرة الأجل - الفصل الثاني.

ســوق نقدي أو حاضــر "Cash Or Spot Market": هو سوق يتم فيه تسليم وتسلم الورقــة المالية محل الصـفقة في ذات اليــوم أو خلال أيام معدودة - الفصل الأول.

سوق غير منظم "Unorganized Market": هو سوق لا يوجد له مكان محدد لتنفيذ الصفقات. إذ يتكون من أجار وبيوت للسمسرة. تباشر البيع والشراء في مقر عملها - الفصل الأول.

ســـوق منظــم "Organized Market": هو ســوق له مكان مـحدد تبـرم فيه الصفقات، وعادة ما يطلق عليه بالبورصة - الفصل الأول.

سنــــد "Bond"؛ هو صك مدبونية يُعطي خامله الحق في فوائد دورية، إضافة إلى حقه في استرداد قيمة الدين في تاريخ محدد - الفصل الأول.

شركة إستثمار "Investment Company": هي شركة تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات. لتقوم باستثمارها في تشكيلات من أوراق مالية تناسب كل فئة. الفصل الثالث.

شركة الإستثمار التي تنوع إستثماراتها وفقاً لأحكام القانون، وجني من

وراء ذلك مزايا ضريبية يستفيد منها الساهمون - الفصل الرابع.

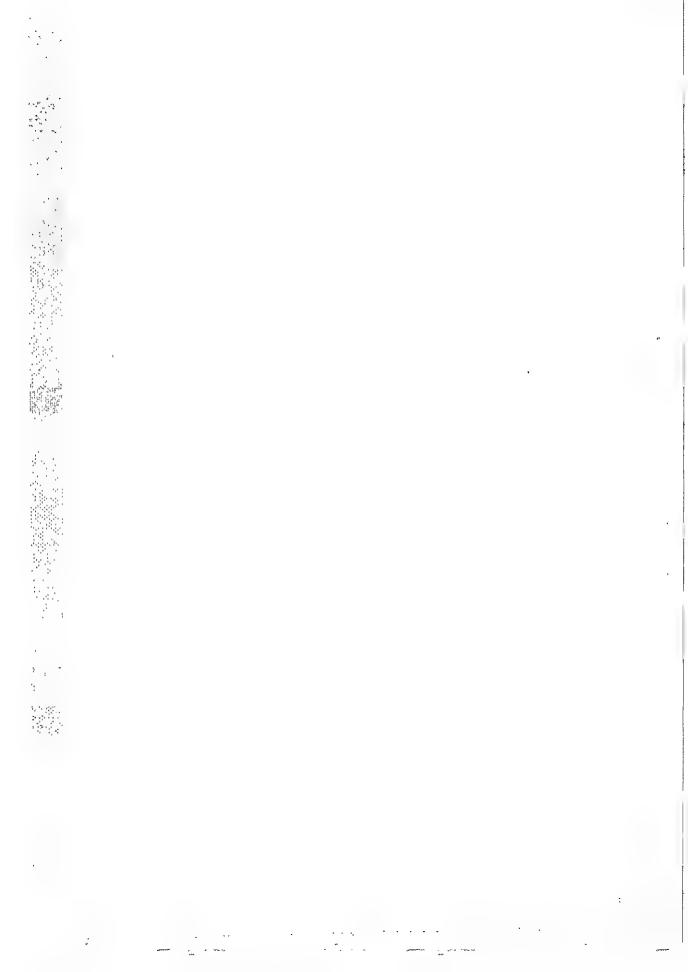
صك الشراء لأسهم النشأة "Warrant": هو صك يُعطي لحامله الحق في شراء عدد معين من أسهم النشأة خلال فترة معينة وبسعر متفق عليه مقدماً – الفصل الثاني.

صناديق الإستثمار ذات النهاية الفتوحة Open-End Funds or" "Mutual Funds" هي صناديق تنشئها شركات الإستثمار ويصدر عنها أسهماً غير قابلة للتداول. وعادة ما يكون حجم الإستثمار الكلي للصندوق غير ثابت - الفصل الثالث.

صناديق الإستئمار ذات النهاية الغلقية "Closed-End Funds": هي صناديق تنشئها شركات الإستثمار ويصدر عنها أسهم قابلة للتداول في السوق. وعادة ما يكون حجم الإستثمار الكلي في الصندوق ثابتاً الفصل الثالث.

صناديــق الإســتشمـار ذات الأهـداف الزدوجــة - Dual Funds or Dual؛
"Purpose Funds؛ هي نوع من صناديق الإســتشـمـار ذات النهاية المغلقـة،
التي يمكنها تلبية احتياجات فئستين مختلفتين من المستثمرين - الفصل
الثالث.

قيمـــة الأصول الكليـة "Total Asset Value": يقصد بها القيمة الكلية لاستثمارات صندوق الإستثمار - الفصل الثالث.



فهرس Index بأهم المعطلحات التي تضمنها الكتاب

تستهدف هذه القائمة مساعدة القارىء الذي يرغب في مزيد من العرفة عن أسواق رأس المال. من خلال الإطلاع على الكتب الأجنبية المتحصصة في الموضوع. ولن يذكر هنا المعنى باللغة العربية، إذ سيكتمي المؤلف بالإشارة إلى الصفحة التي يوجد فيها المصطلح. مما بسهل على القارىء الوصول إليه وقراءة المزيد عنه.

Acquistion Fees	P. 146
Actively Managed Funds	p. 12
Advisory Fees	P.142
Aggressive Portfolio Management	P.215
American Option	P.69
Asked Price	PP.50/109
Automatic Reinvestment Plan	P.154
Balanced Funds	P.123
Banker's Acceptances	P.61
Barbell Maturity Structure	P.220
Bearer Bonds	P.32
Benchmark Portfolio	P.180

	Bid-Offer Price	P.86
	Bond Funds	P.122
	Callable Bond	P.35
	Call Option	PP.74/243
	Call Premium	P.35
	Capital Market	P.6
	Capital Share	P.129
	Cash Market	P.246
	CATs	pp.55/99
	Commercial Papers	P.62
	Common Stock	PP. 8/245
	Common Stock Funds	P.120
	Common Trust Funds	P.101
	Contract Price	P.69
	Contractual Saving Plan	P.152
	Conversion Premium	P.40
	Conversion Price	P.39
	Converion Ratio	P.39
	Conversion Value	PP.39/42
	Convertible Security	P.39
	Covered writer	P.76
	Coupon Bond	PP.32/57
	Coupon Rate	P.32
ł		

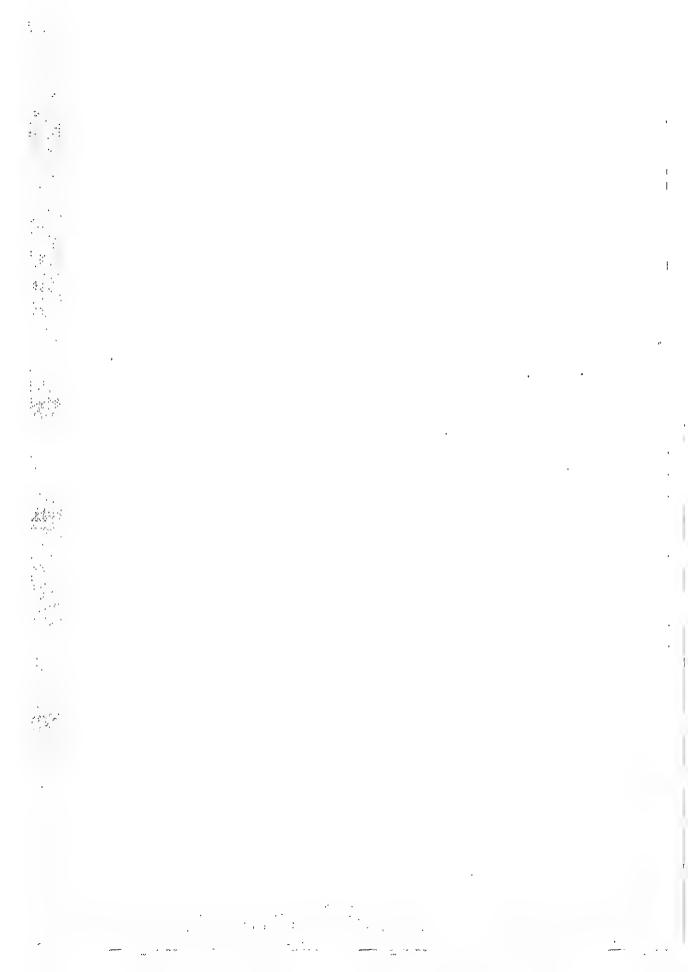
	i
Cumulative Feature	p.29
Cumulative Provision	P.38
Cumulative Voting	P.12
Cumulative Stock	P.29
Current Yield (Yld.)	P.34
Dilution	PP.41/81
Diversified Funds	P.123
Earning Per Share	p.19
ESOP Agreement	P.264
Euro-Currency Market	P.64
Eurodollar Market	P.64
European Option	P.69
Execution Price	P.52
Exercise Price	P.77
Expiration Date	P.69
Family Funds	P.157
Financial Market	P.6
Floating Interest Rate	P.21
Floating Rate Bond	P.37
Gen. OBl. Bond	p.58
Go-Go Funds	p.125
Going Concern	P.5
Government Security	P.44

Growth Funds	PP.126/127
Growth Income Funds	P. 128
Hidden Costs	PP.146/150
Hybrid Security	P.5
Income Bond	P.38
Income Funds	PP.127/178
Income Growth Shares	p.129
Information Asymmetry	PP.13/27/237
Insured Bonds	P.47
Intrinsic Value	P.121
Junk Bonds	P.38
Laddered Maturity Structure	P.216
Liquidation Fees	p. 119
Ltd. Obl. Bond	p.5 8
Loading Funds	PP.116/146
Loading Fees	P.116
Managed Inv. Company	P.102
Management Fees	P.147
Market Diversification	pp.143/196
Market Timing Strategy	P.145
Mutual Funds	P.125
Money Market	P.60
Money Market Funds	P.124

Naive Diversifiction	p.196
Naked Writer	p.76
Neg,Cert. of Deposit	P.63
Neglected Firm Effect	P.240
No -Loading Funds	P.148
Odd Lot Differential	P.133
Organized Market	P.6
Participating Bond	P.38
Par Value	P.53
Passive Management Funds	P.121
Performance Funds	p.125
Pol. Con. Rev. Bond	P.59
Preferred Stock	PP.28/245
Price Appreciation	P.49
Prior Line Bond	P.36
Portfolio Trunover	P.149
Proxy	PP.11/243
Publicly Traded Funds	P.109
Put Option	PP.69/70/243
Puttable Common Stock	P. 19
Quoted Price	P.50
Redemption Fees	PP.119/148
Redeemable Trust	P.97

	Registered Bond	PP.32/58
	Regular Acc. Purchase	P.150
	Regulated Inv. Company	P.164
	Registration Statement	P.159
	Repo Market	p. 65
	Repurchase Agreement	P.65
	Reserve Requirement	p. 63
	Rights Offering	p. 19
	Saving Bond	P.48
	Secondary Market	PP.61/66/100
	Securitization	PP.86/244
	Securities	P.5
	Secured Bonds	p.32
	Sinking Fund	PP.36/38
	Small Firm Effect	P.239
	Special Issue	P.56
	Specialized Inv. Company	P.144
	Spot Market	P.6
	Spread	p. 181
	Straddles Option	P.69
	Stock Dividend	PP.10/245
	Systematic Withdrawal Plan	P.156
	Tax-managed Funds	p. 128
1		

P.66 Term Repos P.55 **TIGRS** P.66 Treasury Bill PP.31/53 Treasury Bond P.68 Treasury Note PP.32/97 Trustee P.76 Uncovered Writer PP.6/246 Unorganized Market P.96 Unit Inv. Trust P.151 Voluntary Saving Plan PP.77/247 Warrant PP.43/53 Yield - to - Maturity P.37 Zero - Coupon Bond



قائمات البراجي

Amihud, y., and Mendelson H. Liquidity and Asset Prices:

Financial Management Implications. Financial

Management, 17 (Spring 1988). 5-51.

Aragon, G., Financial Management. Boston: Allyn and

Bacon, 1989.

Archibald, T., Stock Market Reaction to Depreciation

Switch-Back. Accounting Review, 47 (Jan.

1972), 22-30.

Barry, C., Muscarella, C., and Vetsuypens, M. Underwriter

Warrants, Underwriter Compensation, and the

Cost of Going Public. Journal of Financial

Economics, 29 (Mar. 1991), 113-135.

Beatty, R., and Ritter, J. Investment Banking, Reputation,

and Underpricing of Intial Public Offerings.

Journal of Financial Economics, 15 (March

1986), 213-232.

Block, S.,	& Hirt, G. Foundations of Financial Management. III.: Irwing-Dosrsey, 1978.
Bradford, W.	The Issue Dicision of Manager- Owners Under Information Asymaetry. Journal of Finance , 42 (Dec. 1987), 1245-1260.
Brealey, R.	An Introduction to Risk & Return From Common Stocks. Mass: MIT Press, 1969.
Brigham, E.	Fundamentals of Financial Management (5th ed.) Ill.:Dryden Press, 1989.
	and Gpenski, L. Intermediate Financial Management. Ill.: The Dryden Press, 1987.
Chandler, L.	The Monetary-Financial Systems. New York: Harper and Row, 1979.
Chen, A.,	and Kensinger, J. Innovation in Corporate Financing: Tax-Deductible Equity. Financial Management, 14 (Winter 1985), 44-51.

and Frees, E. Estimating the Volitality of Discrete Cho, D., Stock Prices. Journal of Finance, 43 (June 1988), 451-466. and Clendenin, J. Introduction to Investment Christy, G. N.Y.:McGraw-Hill, 1982. and Roden, R. Finance Environment and Christy, G., Decisions. N.Y.: Harper & Row, 1973. Shelf Registration and the Market for Seasoned Denis, D. Equity Offering. Journal of Business, 64 (April 1991), 189-212. and Archer, S. Diversification and the Evans, J. Reduction of Dispersions: An Empirical Analysis. Journal of Finance, 23 (Dex. 1968), 761-767. & Jordan, R. Security Analysis & Portfolio Fischer, D., Management (4th ed.). N.Y.: Prentice-Hall, 1987. Investment Analysis and Management (4th . Francis, J. ed.), N.Y.:McGraw-Hill, 1986.

French, D.	Security and Portfolio Analysis; Concepts and Management.Oh.: Merrill Pub., 1989.
Geisst, C.	A Guide to the Financial Markets (2nd ed.), London: The Macmillan Press, 1989.
Gitman, L.	Personal Finance (2 nd ed.), ILL.: The Dryden Press, 1981.
Gitman, L.	Principles of Managerial Finance (4th ed) New York: Harper and Row, 1985.
Graham, B.	The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel 1.N.Y.: Harper Row, 1973.
Haugen, R.	Introductory Investment Theory. N.J.: Prentice Hall, 1987.
***************************************	Modern Investment Theory. N.J.: Prentice-Hall, 1986.
Ibboston, R.	Price Performance of Common Stock New Issue, Journal of Financial Economics, 2 (Sept. 1975). 235-272.

Jacob, B.	An Introduction to Banking. London: Holt, Rinehart and Winston, 1984.
Jessup, P.	Modern Bank Management. Minn.: West Pub., 1980.
Johnson R.	Financial Management (2 nd ed) Boston: Allyn Bacon, 1962.
Kaufman, G.	Money, the Financial System, and the Economy (3rd ed). Texas: Houghton Mifflin, 1981.
Jensen, M.	Eclipse of the Public Corportation. Harvard Business Review, 67 (SeptOct. 1989), 61047.
	and Meckling, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial
Levy. H.,	Economics, 3 (Oct. 1976). 305-360. and Sarnat, M. Capital Investment and Finacial Decisions. N.J.: Prentice-Hall, 1986.

McCarty, H.

Money and Banking: Financial Institutions and Economic Policy, Calif.: Addision-Wesley, 1982.

MsShance, R.

and Sharpe, I. A Time Series/Cross Section
Analysis of the Determinats of Australian
Trading Bank Loan/Deposit Interest Margin:
1962-1981. Journal of Banking and Finance,
9 (Mar. 1985), 115-135.

Myers, A.

Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics, 5 (Nov. 1977), 147-176.

and Majluf, N: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have.

Journal of Financial Economics, 13, (June,

1984), 187, 221.

Nadler, P.

Commercial Banking and the Economy (3rd ed.) N.Y.: Random Jones, 1979.

Oppenheimer, H. A Test of Ben Graham's Stock Selection
Criteria, Financial Analysts Journal, 40 (Sept. 1984), 68-73.

Petry, J., Keown, A., Scott, D., and Martin, J., Basic
Financial Management (2 nd ed.), N.J.:
Prentice-Hall, 1982.

Philippatos, G., and Sihler, W. Financial Management: Text & Cases. Boston: Allyn & Bacon, 1987.

Poindexter, J., and Jones, C. Money, Financial Market and the

Economy. Minn,: Est Pub., 1980.

Radlcliffe, R. Investments: Concepts, Analysis, and
Strategy. Ill.: Scott, Foresman & Comp. 1982.

Ranlett, J. Money and Banking: An Intorduction to

Analysis and Policy (3rd ed.), Santa Barbara:

Jones Wiley and Son, 1977.

Rappaport, A. The Staying Power of the Public Corportation.

Harvard Business Review, 68 (Jan.-Feb. 1990), 96-104.

Reilly, F.

Investment Analysis & Portfolio Management

(2nd ed.), ILL.: The Dryden Press, 1958.

Reinganum.,M.

The Anatomy of Stock Market Winner.

Financial Analysts Journal, 44 (Mar./April

1988), 16-25.

.9 1 35

Ritter, J.

The Buying and Selling Behavior of Individual

Investors at the Turn of the Year. Journal of

Finance, 43 (1988), 701-717.

The Cost of Going Public. Journal of

Financial Econmics, 19 (1987), 269-281.

Robichek, A.

Coleman, A. and Hampel. G. Management of

Financial Institutions (2nd ed.) Illionois:

Dryden Press, 1976.

Robinson, R.,

and Wrightsman, D. Financial Markets: The

Accumulation and Allocation of Wealth.

N.Y.: McGraw-Hall, 1974.

Rock, K.	Why New Issues are Underpriced. Journal of Financial Economics, 15 (1986). 187-212.
Samuels, J.,	and Wilkes, F. Management of Company
	Finance (4th ed,), Workingham: Van Nostrand
	Reinhartld, 1986.
Schall, L.,	Haley, C. Introduction to Financial
	Management. N.Y.: McGraw-Hill, 1988.
Sharpe, W.	Investments (3rd ed.), N.J.: Prentice-Hall,
	1985.
Sharpe, W.	and Alexander, G. Investments (4 the ed.)
	N.J.:Prentice Hall, 1990.
Smith, K.	and Eiteman, D. Essentials of Investing. Ill.:
	Richard D. Irwin, 1974.
Taylor, L.	The Leveraged Buyout as a Means of Financing
y,	Acquisitions, 9 (Nov Dec. 1988), 58-60.
Tole, T.	You Can't Diverst Without Diversification
	Journal of Portfolio Management, 8 (Winter 1982), 5-11.

Van Horne, J.	Financial Innovations and Excesses. Journal of Finance, 40 (July 1985), 621-631.
·•	Financial Management & Poclicy (8th ed.), N.J.: Prentice-Hall, 1989a.
manufactural and an action of the second and the se	Fundamentals of Financial Management, (7th ed.), N. J.: Prentice-Hall, 1989b.
Wanger, W.	Lau, S. The Effects of Diversification of Risk. Financial Analysts Journal, 26 (NovDec. 1971), 48-53.
Welshans, M.	and Melicher, R. Finance: introduction to Markets, Institutions and Management. Ill: South-Western Pub. 1984.
Wolf, H.	Personal Financial Planning. Boston: Allyn & Bacon, 1989.
Young, R.	Interbank Lending Makes Me Nervous. Banking Journal (Mar, 1983), 82-

